

Fusioner och förvärvs lönsamhet i finländska övertagande bolag

Mia Nykänen, 40766

Pro gradu-avhandling i redovisning

Handledare: Ralf Östermark

Fakulteten för samhällsvetenskaper

och ekonomi

Åbo Akademi

2018

ÅBO AKADEMI – FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER OCH EKONOMI

Abstrakt för avhandling pro gradu

Ämne: Redovisning	
Författare: Mia Nykänen	
Arbetets titel: Fusioner och förvärvs lönsamhet i finländska övertagande bolag	
Handledare: Ralf Östermark	
<p>Abstrakt:</p> <p>Fusioner och förvärv utförs bland bolag i hela världen, i hopp om att skapa ett mervärde för bolaget och dess aktieägare. Motiven bakom utförandet av fusioner och förvärv skiljer sig dock mellan bolagen. Några av de vanligaste motiven är viljan att skapa synergifördelar, bolagets försök att förbättra sin ställning på marknaden eller ledningens försök att maximera sin egen inkomst. Även om det är väldigt vanligt för bolag att delta i fusioner och förvärv är det ändå osäkert ifall dessa arrangemang är lönsamma för de inblandade bolagen.</p> <p>Avhandlingens syfte har varit att undersöka ifall finländska övertagande bolag har en bättre lönsamhet efter utfört arrangemang jämfört med bolag som inte deltagit i fusioner och förvärv. Undersökningens urval bestod av 31 finländska övertagande bolag som deltagit i fusioner och förvärv under åren 2011–2013. Utöver dessa bolag valdes också 31 jämförelsebolag som inte deltagit i fusioner och förvärv. För att avgöra hur lönsamheten har påverkats, analyserades tre redovisningsmått från tre år före och tre år efter de utförda arrangemangen. Som redovisningsmått användes ROI, ROA och rörelsevinst.</p> <p>Undersökningens resultat indikerar att de övertagande bolagens lönsamhet avviker inte från jämförelsebolagens lönsamhet efter utfört arrangemang. Därmed påvisar undersökningen att lönsamheten inte har förbättrats i de finländska övertagande bolag efter utfört arrangemang.</p>	
Nyckelord: Fusion, förvärv, lönsamhet, ROI, ROA, rörelsevinst	
Datum: 18.12.2018	Sidoantal: 59

Innehåll

1	INLEDNING	1
1.1	Problem	2
1.2	Syfte.....	3
1.3	Avgränsning	3
1.4	Forskningsfråga	4
1.5	Disposition.....	4
2	FUSIONER OCH FÖRVÄRV.....	5
2.1	Fusionsmetod.....	6
2.2	Betalningsmetod	7
2.3	Motiv bakom fusioner och förvärv	9
2.4	Lyckad fusion	13
2.5	Gränsöverskridande fusioner och förvärv	16
2.6	Små och stora fusioner och förvärv	18
2.7	Vågor av fusioner och förvärv	20
2.8	Bolagsvärdering och värderingsprocess	22
3	TIDIGARE FORSKNING	26
3.1	Europeiska marknaden	26
3.2	Amerikanska marknaden	29
3.3	Asiatiska marknaden	31
4	METOD	35
4.1	Val av metod	35
4.2	Hypoteser.....	37
5	DATA.....	38
5.1	Normalfördelning av data.....	40
5.2	Deskriptiv statistik.....	44
5.3	Reliabilitet och validitet	48
6	RESULTAT	49
6.1	Oberoende t-test	49
6.2	Mann-Whitney U-test.....	52
7	ANALYS	53
8	SLUTDISKUSSION	58
9	FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING.....	59
	Källor.....	60

Figur 1 Fundamental analys.....	23
Figur 2 Urvalets branschfördelning.	39
Figur 3 Urvalets fördelning mellan fusionsåren.....	40
Figur 4 Medelvärde, avkastning på investerat kapital.	54
Figur 5 Medelvärde, avkastning på totalkapital i procent.....	55
Figur 6 Medelvärde, rörelsevinst i procent.	55

Tabell 1 Tidigare forskning i Europa	29
Tabell 2 Tidigare forskning i Amerika	31
Tabell 3 Tidigare forskning i Asien	34
Tabell 4 Shapiro-Wilk test, avkastning på investerat kapital.....	41
Tabell 5 Shapiro-Wilk test, avkastning på totalkapital i procent	42
Tabell 6 Shapiro-Wilk test, rörelsevinst i procent	43
Tabell 7 Deskriptiv statistik, avkastning på investerat kapital.....	44
Tabell 8 Deskriptiv statistik, avkastning på totalkapital i procent	46
Tabell 9 Deskriptiv statistik, rörelsevinst i procent	47
Tabell 10 Oberoende t-test, avkastning på investerat kapital	50
Tabell 11 Oberoende t-test, avkastning på totalkapital i procent.....	51
Tabell 12 Oberoende t-test, rörelsevinst i procent	51
Tabell 13 Mann-Whitney U test.....	52

1 INLEDNING

I dagens globaliserade värld utförs fusioner och förvärv i hela världen. Detta har inte pågått endast under det senaste årtiondet, utan fusioner och förvärv har varit en del av vår värld under det senaste århundradet. Bolagens konstanta strävan efter förändring, driver bolagen till att leta efter fusioner och förvärv som kan skapa ett större mervärde för bolaget än vad själva köpet kostar dem. Möjligheterna att producera ett mervärde genom en fusion eller ett förvärv är inte lätt, men många bolag väljer ändå att utföra dessa arrangemang i hopp om att erhålla en hög avkastning på investerat kapital. (Priyanka och Parvinder 2014, 170).

Motiven bakom utförandet av fusioner och förvärv skiljer sig mellan bolagen. Bolag världen över utför fusioner och förvärv för att bl.a. förbättra bolagets konkurrenskraft, brädga portföljen för att minska på riskerna, komma in på nya marknader och geografiska områden samt för att utnyttja stordriftsfördelar. (Kemal 2011, 157). Vid en fusion kombineras de överlåtande bolagens tillgångar och skulder med det övertagande bolagets tillgångar och skulder medan vid ett förvärv köper ett bolag upp hela eller en andel av ett annat bolag (Hillier m.fl. 2011, 646). Vid stora fusioner och förvärv är det inte bara de inblandade bolagen som påverkas utan även näringslivet, den lokala ekonomin samt i vissa fall till och med den globala ekonomin som påverkas. (Priyanka och Parvinder 2014, 170).

Utförandet av fusioner och förvärv har ständigt ökat under det senaste århundradet och det har lagts märke till att dessa arrangemang uppkommer i vågor. Sedan början av 1900-talet har det skett sex synbara fusionsvågor. Dessa vågor har uppkommit i början av 1900-, 1920-, 1960-, 1980-, 1990- och 2000-talet. (Priyanka och Parvinder 2014, 171). Under de fyra första fusionsvågorna var det i huvudsak de amerikanska bolagen som deltog i fusioner men under den femte fusionsvågen fusionerades märkbart fler bolag än under de tidigare vågorna. Detta berodde på att även de europeiska bolagen valde att delta i fusioner i samma utsträckning som de amerikanska bolagen. (Martynova och Renneboog 2009, 209). Intresset för fusioner och förvärv ökade bland de europeiska bolagen under den femte och sjätte fusionsvågen i huvudsak på grund av införandet av euron, utvecklingen av

globaliseringsprocessen och de teknologiska innovationerna samt uppsvinget av finansmarknaden (Martynova m.fl. 2006, 1).

I och med globaliseringen och utvecklingen av tekniken har också antalet gränsöverskridande förvärv ständigt ökat från och med den femte fusionsvågen. Gränsöverskridande arrangemang skiljer sig inte i stort sett från inhemska fusioner och förvärv, men de skapar ändå en del utmaningar på grund av deras internationella karaktär. (Shimizu m.fl. 2004, 308). Fusionerna och förvärven som sker inom EU är ännu dock starkt koncentrerade till de enskilda länderna. Mer än 50 procent av de utförda fusionerna och förvärven sker inom ländernas egna gränser. Det låga antalet gränsöverskridande förvärv inom EU tas som en tydlig indikator på att det fortfarande finns ett stort antal legala, ekonomiska och kulturella barriärer för att utföra gränsöverskridande fusioner och förvärv. (Campa och Hernando 2004, 48)

Även om ingåendet av fusioner och förvärv är väldigt populärt bland bolag runtom i världen, är dessa arrangemang inte alltid lönsamma. Utöver värdeskapande effekter vid fusioner och förvärv, kan även värdeminskande eller värdeneutrala effekter påvisas. I tidigare forskningar utförda av Ooghe m.fl. (2006) och Knapp m.fl. (2005) har det påvisats att de utförda fusionerna och förvärven har en negativ effekt på bolagens lönsamhet. Även Epstein (2005) hävdar i sin undersökning att 7 av 10 fusioner inte lyckas som planerat.

1.1 Problem

Under årens gång har det forskats mycket om fusioner och förvärv, men trots det är det fortfarande osäkert ifall dessa arrangemang är förmögenhetsskapande eller förmögenhetsreducerande. Ramakrishnan (2008) hävdar att det är viktigt att förstå ifall fusioner och förvärv har lett till bättre resultat för de inblandade bolagen, för att i så fall kunna utnyttja fusioner och förvärv som verktyg inom uppgörandet av företagsstrategier.

Motiven bakom utförandet av fusioner och förvärv skiljer sig mellan bolag. Några av de vanligaste motiven är viljan att skapa synergifördelar, bolagets försök att förbättra sin ställning på marknaden eller ledningens försök att maximera sin egen inkomst. Ett

av de främsta syften för utförandet av fusioner och förvärv är dock mervärdesskapandet för aktieägarna i bolaget. Även i aktiebolagslagens 1 kapitel 5 § hävdas det att bolagets syfte är att bereda vinst åt aktieägarna ifall annat inte föreskrivits i bolagsordningen. Bolaget ska alltså ta sådana beslut som gynnar aktieägarna och i vissa fall betyder det att bolaget tar del i fusioner eller förvärv. Det kan dock ifrågasättas ifall fusioner och förvärv verkligen är det rätta sättet att skapa mervärde för bolagets aktieägare. Detta eftersom det finns många osäkerhetsfaktorer inblandade i dessa arrangemang.

Enligt många forskare och affärsanalytiker är fusioner och förvärv dömda att misslyckas. De hävdar att större inte betyder automatiskt bättre samt att fusioner och förvärv är ofta misslyckade strategier. Även många undersökningar påvisar att fusioner och förvärv inte lever upp till sina löften. Trots detta är det väldigt populärt bland bolag att delta i fusioner och förvärv. (Epstein 2005, s. 37).

1.2 Syfte

Syftet med avhandlingen är att undersöka ifall finländska övertagande bolag har en bättre lönsamhet efter utfört arrangemang jämfört med bolag som inte deltagit i fusioner och förvärv.

1.3 Avgränsning

Undersökningen avgränsas till den finländska marknaden samt till de fusioner och förvärv som skett i onoterade aktiebolag under tidsperioden 2011–2013. Undersökningen kommer att fokusera på de övertagande bolagen samt deras redovisningsmått från tre år före och tre år efter bolagens utförda arrangemang. Data från år 0 utesluts från undersökningen, eftersom arrangemanget kan påverka bolagets finansiella data. Utöver bolag som deltagit i fusioner och förvärv kommer också en jämförelsegrupp med finländska bolag som inte deltagit i fusioner och förvärv att tas med i undersökningen. För varje övertagande bolag väljs ett jämförelsebolag från samma bransch med ungefär lika många anställda och med en lika stor omsättning som själva övertagande bolaget. De övertagande bolagens och jämförelsebolagens redovisningsmått kommer sedan att jämföras för att på så sätt få en uppfattning om de utförda arrangemangen påverkat positivt de övertagande bolagens lönsamhet.

1.4 Forskningsfråga

Avhandlingen kommer att besvara forskningsfrågan:

- Har utförandet av fusioner och förvärv lett till en ökad lönsamhet i finländska övertagande bolag?

1.5 Disposition

I avhandlingens andra kapitel presenteras allmän information om fusioner och förvärv, tre olika fusionsmetoder, betalningsmetoder, motiven bakom utförandet av fusioner och förvärv samt vad som krävs för en lyckad fusion. Utöver detta presenteras gränsöverskridande fusioner och förvärv, små och stora fusioner och förvärv, de tidigare fusionsvågorna samt allmän information om bolagsvärdering och hur värderingsprocessen går till. I det tredje kapitlet introduceras tidigare forskning som utförts i Europa, Amerika och Asien. I kapitel 4 presenteras den använda metoden och hypoteserna som utformats utifrån teorin. I kapitel 5 presenteras kriterierna som använts som bas för att skapa undersökningens datamaterial samt datamaterialets normalfördelning och resultatet av det utförda Shapiro-Wilk testet. Ytterligare presenteras deskriptiv statistik för de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Även reliabilitet och validitet introduceras i detta kapitel. I det sjätte kapitlet sammanfattas undersökningens resultat. Resultaten från det oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet presenteras skiljt för sig. Vidare analyseras undersökningens resultat i kapitel 7. I det åttonde kapitel jämförs tidigare forskningars resultat med denna avhandlings resultat i form av en slutdiskussion. Slutligen presenteras förslag till vidare forskning i kapitel 9.

2 FUSIONER OCH FÖRVÄRV

I detta kapitel presenteras den grundläggande teorin om fusioner och förvärv. Teori om fusionsmetoder, betalningsmetoder, motiven bakom fusioner och förvärv samt hur en lyckad fusion utförs presenteras. Ytterligare introduceras gränsöverskridande fusioner och förvärv, små och stora arrangemang, de sex fusionsvågorna samt allmän information om bolagsvärdering. Eftersom begreppen fusion och förvärv används väldigt parallellt inom all litteratur och forskning så kommer dessa två begrepp inte att skiljas åt och därmed har de samma innebörd i avhandlingen.

Enligt aktiebolagslagen kan ett överlåtande bolag fusioneras med ett övertagande bolag genom att det överlåtande bolagets alla tillgångar och skulder överläts till det övertagande bolaget. Som fusionsvederlag får det överlåtande bolagets aktieägare aktier, kapital eller annan egendom från det övertagande bolaget. (ABL 16 kap 1 §).

En fusion kan antingen verkställas som en absorptionsfusion eller kombinationsfusion. En absorptionsfusion innebär att ett eller flera aktiebolag fusioneras med ett övertagande bolag medan en kombinationsfusion innebär att två eller flera bolag fusioneras med varandra och därmed bildar ett nytt övertagande bolag. Inom absorptionsfusionen finns det även dotterbolagsfusion, där det övertagande bolaget redan äger de samtliga aktierna i det överlåtande bolaget. Det finns ytterligare en fusionsform som kallas trepartsfusion vilket även är en absorptionsfusion, där en tredje part betalar fusionsvederlaget istället för det övertagande bolaget. (ABL 16 kap 2 §).

Fusion innebär alltså att ett överlåtande bolags tillgångar och skulder kombineras med ett övertagande bolags tillgångar och skulder. Vid ett förvärv köper ett bolag istället upp hela eller en andel av ett annat bolag och får därmed enligt aktieinnehavets bestämmanderätt i det uppköpta bolaget (Hillier m.fl. 2011, 646). Företagsförvärv kan kategoriseras som antingen ett fientligt eller ett icke-fientligt förvärv. Då ett förvärv utförs som ett icke-fientligt förvärv är det budgivande bolaget direkt i kontakt med målföretagets ledning och aktieägare. Vid ett fientligt förvärv är det budgivande bolaget endast i kontakt med aktieägarna i målföretaget och väljer att inte vara i kontakt med ledningen. Aktieägarna kan därmed besluta ifall de vill sälja sina aktier

åt det budgivande bolaget eller inte. Ett fientligt förvärv anses i många fall som ett oattraktivt sätt att utföra förvärv. Ett fientligt förvärv kräver mycket arbete och budgivaren hamnar troligtvis att betala ett högre pris för aktieinnehavet än vad de skulle betala vid ett icke-fientligt förvärv. Även icke-fientliga förvärv kan anses vara problematiska eftersom ledningen kan välja att förhindra en fusion även om arrangemanget skulle vara lönsamt för aktieägarna. I sådana fall är ledningen ofta mera intresserad av att upprätthålla sina egna fördelar, istället för att ta i beaktande vad som är bäst för aktieägarna. (Schnitzer 1996, 37). Enligt Morck m.fl. (1988) utförs icke-fientliga förvärv i hopp om att skapa synergieffekter medan fientliga förvärv utförs med avsikten att disciplinera den befintliga ledningen.

Då man jämför fusioner med förvärv ska det kommas ihåg att en fusion kräver mycket mera arbete än ett förvärv. Vid en fusion krävs kommunikation samt överenskommelser mellan de fusionerande bolagen innan förändringar kan utföras. Därför tar också verkställandet av en fusion ofta längre tid än genomförandet av ett förvärv. (Hussey 1999, 54).

2.1 Fusionsmetod

Fusioner kan delas in i tre huvudgrupper. Dessa tre är horisontell, vertikal och konglomerat fusion. Enligt Kitching (1973) som har studerat europeiska fusioner och förvärv, lyckas arrangemanget på olika sätt, beroende på fusionens struktur. Kitching (1973) hävdar att nästan 41 procent av de horisontella fusionerna, 47 procent av de vertikala och 65 procent av de konglomerata fusionerna misslyckas.

Horisontell fusion

Ett av de vanligaste fusionssätten runtom i världen är horisontell fusion som även kallas strategiskt förvärv. Med horisontell fusion menas att ett bolag köper upp eller fusioneras med ett bolag inom samma bransch. Bolaget kan med en horisontell fusion skapa operativa synergier, vilket innebär att bolagen troligtvis är mer lönsamma tillsammans än om de skulle verka var för sig. Genom att köpa upp ett konkurrerande bolag inom samma bransch kan bolaget även lyckas att förstärka sin marknadsposition. Ett bolag kan också välja att utföra en horisontell fusion ifall ett

annat bolag har produkter och kompetens som passar bra ihop med deras affärsverksamhet. (Hillier m.fl. 2011, 649). Det är ofta lättare för ett övertagande bolag att utföra en horisontell fusion. Detta eftersom ledningen känner bättre till hur ett målföretag inom samma bransch fungerar och för att de kan utnyttja sin tidigare kunskap vid värderandet av målföretaget. (Healy m.fl. 1997, 45).

Vertikal fusion

Vid en vertikal fusion som även kallas finansiellt förvärv, sker det ett samgående mellan bolag på olika nivåer inom samma produktionskedja (Hillier m.fl. 2011, 649). Ett bolag kan t.ex. välja att förvärva bolaget som levererar deras råvaror. (Aluko och Amidu 2005, 176) Enligt Healy m.fl. (1997) finns det mera fördelar med horisontella fusioner än med vertikala fusioner. Detta eftersom en horisontell fusion kombinerar bolag inom samma bransch, vilket kan generera bättre affärssynergier, vilket inte är fallet vid en vertikal fusion.

Konglomerat fusion

Vid en konglomerat fusion som även kallas diversifierande förvärv, slås bolag inom olika verksamhetsområden ihop. Vid en sådan fusion kan det övertagande bolaget inte dra nytta av olika synergier. Det huvudsakliga syftet med att ingå en konglomerat fusion är att minska på kapitalkostnaderna samt att diversifiera riskerna. (Hillier m.fl. 2011, 649). Vid en konglomerat fusion köper t.ex. ett försäkringsbolag upp ett livsmedelsföretag. (Aluko och Amidu 2005, 176)

2.2 Betalningsmetod

Valet av betalningsmetod spelar en stor roll för det övertagande bolaget vid en fusion eller ett förvärv. Betalningsmetoden har en betydande inverkan på det övertagande bolagets ägarstruktur, skuldsättningsgrad samt framtida finansieringsbeslut. Betalningssättet kan även påverka det överlåtande bolagets och det övertagande bolagets företagskontroll, risktagande, beskattning och kassaflöde. (Faccio och Masulis 2005, 1345).

Enligt aktiebolagslagen 16 kap 1 § kan fusionsvederlaget bestå av aktier, kontanter eller annan egendom. Valet av betalningsmetod påverkas av motiv, strategier, anbudets karaktär, bestämmelser och omständigheter (Ray 2010, 446). Myers och Majluf (1984) påstår att i en värld av asymmetrisk information berättar valet av betalningsmetod en hel del om värderingen av det övertagande bolagets tillgångar. Då det övertagande bolaget väljer aktier som betalningsmetod, signalerar det att deras tillgångar är övervärderade, medan kontanter signalerar om att tillgångarna är undervärderade. Detta betyder att marknadsaktörerna ser kontantbetalning som goda nyheter medan aktiebetalning anses som dåliga nyheter, med tanke på värdet av det övertagande bolagets tillgångar.

Både det övertagande bolaget och det överlåtande bolaget påverkas av valet av betalningsmetod. Eftersom de flesta övertagande bolag har begränsat med kontanter och likvida medel, innebär en kontantbetalning ofta att bolaget måste ta ett lån för att finansiera sitt köp. Vid kontantbetalning står bolaget inför valet att välja mellan belåning, intern finansiering eller finansiering genom nyemission. Valet påverkas i hög grad av bolagets möjlighet att ta mera lån och av deras rådande skuldsättningsgrad. Ledningen kan också anse att kontantbetalning är ett bättre alternativ än betalning med aktier, eftersom de då har möjlighet att behålla den existerande ledningsstrukturen i bolaget. Det överlåtande bolaget kan däremot föredra betalning i form av aktier eftersom de då betalar skatt först vid en eventuell realisering. Å andra sidan kan det överlåtande bolaget föredra kontantbetalning för att på så sätt undvika att bli minoritetsägare i det övertagande bolaget och därmed även undvika en eventuell moralisk risk (moral hazard). (Faccio och Masulis 2005, 1346). Vid eventuella värderingsfel som kan uppstå vid aktiefinansierade förvärv, bär aktieägarna i det överlåtande bolaget en del av konsekvenserna, vilket gynnar det övertagande bolaget (Healy m.fl. 1997, 45).

Det övertagande bolagets ledning väljer med största sannolikhet kontantbetalning då aktieägandet i det överlåtande bolaget är koncentrerat. Likväl då aktieägaren med det största aktieinnehavet i det övertagande bolaget innehar 20–60 procent av alla rösträtter. Vid ett sådant procentuellt ägande påverkar en aktiebetalning i hög grad aktieägarens kontroll i bolaget. Ifall en aktieägare innehar största delen av rösträtterna i det övertagande bolaget, påverkas aktieägarens kontroll inte vid användning av

aktiebetalning. (Faccio och Masulis 2005, 1346). Många undersökningar påvisar att valet av betalningsmetod har också en påverkan på anskaffningsprisets storlek. Enligt teorin måste det övertagande bolaget betala ett högre pris vid kontantbetalning än vid betalning med aktier. Detta beror på att det övertagande bolaget måste kompensera den skattebörda som uppstår för det överlåtande bolagets i och med en kontantbetalning. (Zhang 2001, 3)

2.3 Motiv bakom fusioner och förvärv

Under det senaste århundradet har det skett sex synbara fusionsvågor. Dessa fusionsvågor har väckt forskarnas intresse vilket har lett till mera djupgående undersökningar om ämnet. Det har gjorts många undersökningar om konsekvenser som uppstår vid fusioner och förvärv men få undersökningar om motiven bakom dessa arrangemang. Men vad är då motiven bakom alla dessa fusioner och förvärv som sker runt om i världen? Det finns troligtvis lika många motiv bakom fusioner och förvärv som det finns budgivare och målföretag. Trautwein (1990) har delat dessa motiv in i sju olika teorier medan Berkovitch och Narayanan (1993) föreslår tre större motiv som är: synergimotivet, hybrishypotesen samt agentmotivet. Utöver dessa kan arrangemangen motiveras med t.ex. diversifiering, skatteskal samt ledningsincitament. (Mukherjee m.fl. 2004, 8) I detta kapitel kommer Trautweins (1990) sju olika teorier om motiven bakom fusioner och förvärv att presenteras. Dessa sju teorier ger en heltäckande bild av vad som bolagens motiv kan vara då de utför fusioner och förvärv.

Efficiency theory

Enligt Trautweins (1990) första teori (efficiency theory) är motivet bakom fusioner och förvärv att skapa synergifördelar. Synergimotiven kan fördelas in i finansiell, operativ samt synergi genom ledning. Den finansiella synergin fokuserar på att minska kapitalkostnaderna. Detta kan uppnås genom att bolaget investerar i ett bolag inom en annan bransch för att på så sätt minska den systematiska risken i bolagets investeringsportfölj. Ett annat sätt är att öka bolagets storlek, vilket kan ge tillgång till förmånligare kapital. Ett tredje sätt för att uppnå finansiell synergi är att skapa en intern kapitalmarknad. Den interna kapitalmarknaden kan operera med hjälp av

insiderinformation och har därför möjlighet att allokera kapital på ett mer effektivt sätt. Operativ synergier kan uppnås genom att kombinera två separata verksamheter eller genom kunskapsöverföring. Med hjälp av dessa två sätt kan bolaget sänka kostnaderna för de berörda affärsenheterna eller ha möjlighet att erbjuda unika produkter och tjänster. Synergier genom ledning kan uppnås då det budgivande bolagets ledning tillhandahåller sådan kunskap som kan utnyttjas i det överlåtande bolaget. Ifall bolaget vill skapa finansiell synergier, operativ synergier eller synergier genom ledning, måste de potentiella fördelarna av dessa synergier, vägas mot kostnaderna som uppstår vid en fusion eller ett förvärf. (Trautwein 1990, 284)

Idén om finansiell synergier har erhållit mycket kritik. Det huvudsakliga argumentet är att finansiell synergier inte kan uppnås i en effektiv marknad. Rumelt (1986) samt Montgomery och Singh (1984) hävdar att det inte finns några bevis på en minskad systematisk risk eller en möjlighet till att skapa en intern kapitalmarknad. Scherer m.fl. (1975) har dock konstaterat att storleksfördelar existerar inom en effektiv marknad. Enligt Kitching (1967) och Porter (1987) är operativ synergier samt synergier genom ledning, begrepp som används som motiv för fusioner och förvärf men som sällan förverkligas.

Monopoly theory

Enligt den andra teorin (monopoly theory) utför bolag fusioner och förvärf för att förbättra sin position på marknaden. Detta är inte bara möjligt i en horisontell fusion där ett bolag köper upp ett annat bolag inom samma bransch. Även vid konglomerat fusion där bolag från olika verksamhetsområden slås ihop, kan detta uppnås. (Trautwein 1990, 285–286). Enligt denna teori ska konkurrenternas aktiepris stiga vid tillkännagivandet av en fusion och sedan falla ifall fusionen utmanas eller annulleras. Jensen (1984) väljer att förkasta teorin eftersom konkurrenternas aktiepriser inte sjunker i hans två senaste undersökningar. Jensen anser att aktieägare kan ha nytta av fusioner men en fusion kan inte skapa monopol.

Valuation theory

Den tredje teorin (valuation theory) hävdar att fusioner och förvärv planeras samt utförs av en ledning som har mer information om målföretagets värde än vad själva aktiemarknaden har. Det budgivande bolagets ledning kan tillhandahålla information om vad det finns för fördelar med att kombinera målföretaget med deras eget bolag. Ledningen kan även ha upptäckt ett undervärderat bolag som väntar på att bli uppköpt. (Trautwein 1990, 286). Denna teori har på samma sätt som teorin om finansiell synergi, fått mycket kritik om att detta inte är möjligt att uppnå i en effektiv marknad. Ifall budgivaren skulle inneha insiderinformation gällande målföretagets värde, så skulle detta avslöjas vid budgivningen. Den nya informationen skulle då återspeglas som en höjning av aktiekursen. Den effektiva marknaden utesluter inte förekomsten av undervärderade målföretag men den utesluter möjligheten av att utnyttja insiderinformation. (Wensley 1982).

Empire-building theory

Enligt den fjärde teorin (empire-building theory) planeras och utförs fusioner och förvärv av en ledning som har som mål att maximera sin egen inkomst istället för att ta i beaktande aktieägarnas bästa. Denna teori har sitt ursprung från undersökningar om avskiljandet mellan ägande och ledning i ett bolag. Eftersom ledningen planerar och förverkligar arrangementet så påstår Black (1989) att det är vanligt att ledningen betalar för mycket åt det överlåtande bolaget. Detta på grund av att de är överoptimistiska gällande köpet och eftersom deras intresse avviker från deras aktieägare. I en effektiv marknad borde denna överbetalning leda till en minskning av budgivarens aktiekurs. Black argumenterar dock för att detta inte sker, eftersom investerarna kan förutse att det skett en överbetalning. Även om det inte erkänns att arrangementet sker utifrån ledningens mål att maximera sin inkomst, är det väldigt populärt, speciellt vid stora fusioner och förvärv. (Trautwein 1990, 288).

Process theory

Den femte teorin (process theory) har sitt ursprung i litteraturen om den strategiska beslutsprocessen. Inom det här forskningsområdet har det skapats många modeller som beskriver strategiska beslut som påverkats av en eller flera influenser. (Trautwein 1990, 288). Simon (1957) hävdar att alla individer har en begränsad informationsbehandlingskapacitet vid arbete med beslutsprocesser. Detta leder sedan till att sökandet efter information och olika lösningar förkortas ned, utvärderingar förblir ofullständiga samt olika förenklingar används. En organisations rutiner spelar också en central roll vid en beslutsprocess. Det är vanligt att en organisation håller fast vid rutiner som tidigare har visats framgångsrika. Gamla lösningar används på nya problem och nya lösningar skapas först då de gamla lösningarna misslyckas. Strategiska beslut påverkas också av det politiska samspelet som sker mellan en organisation och andra utomstående. Beslutsprocessen påverkas därmed av taktiska överväganden samt ömsesidiga anpassningar. Motiven bakom utförandet av fusioner och förvärv kan alltså utifrån den här teorin påverkas bl.a. av de beslutsfattande individerna, organisationens sätt att jobba samt av utomstående influensers påverkan. (Trautwein 1990, 289).

Raider theory

Enligt raider teorin är "raider" en person i ett bolag som köper upp andelar i ett bolag och därmed skapar förmögenhetsöverföring från aktieägare i det uppköpta bolaget. Dessa förmögenhetsöverföringar inkluderar "greenmail" eller stora ersättningar efter framgångsrika övertaganden. Vid en fusion eller förvärv innebär "greenmail" ett tillbakaköp av aktierna i bolaget. Aktieägarna köper alltså tillbaka sina andelar till ett förhöjt pris som köptes ursprungligen upp av en "raider". Problemet med den här teorin är att hypotesen om förmögenhetsöverföring är ologisk. Vid ett framgångsrikt aktieköp betalar "raidern" en premie åt de andra aktieägarna för att bli den kontrollerande aktieägaren i bolaget. En eventuell utpressning skulle påverka "raidern" negativt medan delvis uppköpta aktieägare kan fortfarande njuta av inkomster tack vare "raiderns" handlingar. Den här teorin saknar även fördelaktiga bevis. (Trautwein 1990, 289–290). Holderness och Sheehan (1985) har kommit till

den slutsatsen att målföretagets aktieägare ändå drar det längre strået vid sådana här företagsarrangemang.

Disturbance theory

Enligt den sista teorin (disturbance theory) är motiven bakom fusioner och förvärv en förändring i ekonomin. Enligt Gort (1969) sker fusionsvågor till följd av en rubbning av ekonomin. Detta eftersom förväntningarna ändras och den allmänna osäkerhetsnivån ökar. Denna osäkerhet leder sedan till att ägarna värderar sina tillgångar lägre medan utomstående lägger ett högre värde på dessa tillgångar. Detta resulterar sedan i en fusionsvåg. Denna teori är dock högt ifrågasatt eftersom oljekrisen under åren 1973–1974 inte skapade en fusionsvåg. Fusionsvågen under 1960-talet är inte heller kopplad till någon ekonomisk rubbning. De flesta ekonomiska rubbningar är även kopplade till en viss sektor vilket betyder att fusionsvågen borde ske endast inom den sektor där rubbningen sker. (Trautwein 1990, 290).

2.4 Lyckad fusion

Enligt Epstein (2005) måste de fusionerande bolagen beakta sex olika faktorer för att lyckas med sin fusion. Redan genom att misslyckas med en av de sex faktorerna, kan resultera i en misslyckad fusion. Vissa av de sex faktorerna är lätta att kontrollera med hjälp av en försiktig implementering medan vissa av faktorerna påverkas lätt av okontrollerbara externa krafter. De sex determinanterna för en lyckad fusion behandlas i detta kapitel i tur och ordning.

Strategisk vision samt val av fusionspartner

Bolaget bör ha en strategisk vision där fusionens betydelse är att skapa en långsiktig konkurrensfördel istället för att endast kortfristigt förbättra den operativa effektiviteten i bolaget. Det är alltså viktigt att bolaget anser att fusionen inte enbart är ett sätt att minska på kostnaderna och eliminera överskott. Oberoende om fusionen utförts för att uppnå synergier vad gäller storlek, geografisk position, tillgångar, personal eller kunskap måste bolaget utvärdera om den eventuella fusionspartnern är det rätta valet för att kunna uppnå den strategiska visionen. Ledningen i de fusionerande bolagen bör noggrant analysera den strategiska visionen för att avgöra

hur deras bolag passar in i visionen samt sin förenlighet gällande kultur, system och processer. (Epstein 2005, 38–39)

Fusionsvederlag samt betalningsmetod

En lyckad fusion kräver även uppmärksamhet då bolagen bestämmer fusionsvederlagets storlek och vederlagets betalningsmetod. Många fusioner misslyckas eftersom det övertagande bolaget betalar för högt fusionsvederlag till det överlåtande bolaget, vilket avsevärt ökar skulderna i det övertagande bolaget. Huruvida bolaget väljer att finansiera köpet med kontanter, aktier eller en kombination av dessa två, beror på faktorer som t.ex. redovisnings- eller skattemässiga skäl. Många övertagande bolag väljer att betala fusionsvederlaget med aktier men i sådana fall är det viktigt att de båda bolagen analyserar varandras aktier för att avgöra ifall de är över- eller undervärderade vid affärstidpunkten. (Epstein 2005, 39).

Due diligence

Vid en fusion bör fusionspartnerna lägga ihop ett due diligence-team som består av revisorer, advokater, it-specialister och andra experter från de båda bolagen. Till deras uppgift hör att samla in och analysera information om bolagen. Due diligence, eller företagsbesiktning som det även kallas, går ut på att granska tillgångar, skulder, intäkter, kostnader och bestyrkanden av de finansiella posterna. Due diligence går även ut på att utvärdera icke-finansiella faktorer som t.ex. hur de fusionerande bolagen passar ihop vad gäller kultur, teknik och personal. Redovisnings- och budgeteringspraxis bör även ses över samt personalens arbets- och kollektivavtal. Det är oerhört viktigt vid en fusion att bolagen lyckas integrerar sina företagskulturer på ett effektivt sätt. För att lyckas med detta bör affärsfilosofin, arbetssätt, ledarstilar samt förväntningar granskas. Bolagen bör ta due diligence på största allvar eftersom brist på noggrann utvärdering av både finansiella och icke-finansiella faktorer kan leda till en misslyckad fusion. (Epstein 2005, 39–40).

Planering innan fusion

En fusion kräver förberedelser redan långt innan fusionens tillkännagivningsdag. Detta motiveras av att bolaget ska bl.a. lyckas presentera fusionen på ett lyckat sätt för alla intressenter under tillkännagivningsdagen. Under tiden innan fusionen bör det fattas viktiga beslut om ledarskap, struktur samt en tidsplan för processen. Snabba beslut bör tas och olika roller liksom ansvarsuppgifter bör bestämmas. Kommunikationen inom bolagen och ut till intressenterna är även avgörande. En ny ledningsgrupp måste också väljas och tydliga riktlinjer ges till den övriga personalen. Det nya bolagets struktur bör även bestämmas innan tillkännagivningsdagen. De samgående bolagen bör också i ett tidigt skede fatta viktiga beslut och göra upp mål. Ifall allt detta inte görs innan själva fusionen äger rum kan det vara svårt att skapa en framgångsrik bolagsfusion. (Epstein 2005, 40).

Integration efter fusion

Bolagsfusionen kommer med stor sannolikhet att lyckas ifall de fyra föregående punkterna har utförts på ett korrekt sätt. I det här skedet bör det alltså finnas en tydlig strategi för det nya fusionerade bolaget och en väldefinierad organisationsstruktur. För att fusionen även ska vara lyckad efteråt måste personal, tekniska system och kundrelationer integreras med varandra på ett omsorgsfullt sätt. Det krävs även att alla i bolaget är engagerade att föra vidare det nyuppbyggda bolaget. För att undvika affärsförluster under fusionsprocessen bör bolaget hålla fokus på sina kunder oberoende om det råder kaos inom bolaget. Det är viktigt att hela fusionsprocessen skapar en kultur där personalen ser fusionen som en möjlighet att utveckla bolaget. För att uppnå detta krävs det en bra ledning, klara strukturer, klara system och en öppen kommunikation inom bolaget. (Epstein 2005, 40–41).

Utomstående faktorer

För att en fusion ska lyckas krävs det att de fem tidigare punkterna följs. Det finns dock utomstående faktorer som kan påverka fusionen negativt, som t.ex. förändrade ekonomiska förhållanden. Oberoende hur bra bolaget skulle ha följt de tidigare punkterna kan det uppkomma faktorer som förstör hela fusionen. Förutom förändrade

ekonomiska förhållanden kan det t.ex. ske drastiska förändringar inom bolag i samma bransch som påverkar fusionens framgång. I extrema fall kan även en viss kunds eller partners ekonomiska ställning påverka fusionen. I vissa fall är dessa händelser dock möjliga att förutspå, vilket betyder att de fusionerande bolagen bör gå igenom och ta de utomstående faktorerna i beaktande vid planering av fusion. (Epstein 2005, 41).

2.5 Gränsöverskridande fusioner och förvärv

Teknikens utveckling liksom globaliseringen har varit ett språngbräde för den ökade förekomsten av gränsöverskridande fusioner och förvärv. Majoriteten av de bolag som deltar i fusioner och förvärv är från samma land. Under det senaste årtiondet har de gränsöverskridande arrangemangen dock ökat. Mellan åren 1999 och 2000 var 40 procent av fallen, arrangemang där de involverade bolagen hade sina huvudkontor i två olika länder. Den ökade globaliseringen av affärsverksamheten har förbättrat möjligheterna samt ökat pressen att delta i gränsöverskridande fusioner och förvärv. Dessa arrangemang innebär stora utmaningar för de deltagande bolagen, speciellt i stadiet efter köpet. Under den senaste tiden har det uppkommit mycket bevis på att gränsöverskridande arrangemang inte är så framgångsrika. Enligt en undersökning av KPMG, skapar endast 17 procent av de gränsöverskridande fusionerna och förvärven ett mervärde åt aktieägarna. (Shimizu m.fl. 2004, 308).

Gränsöverskridande fusioner och förvärv fungerar i princip på samma sätt som inhemska arrangemang. De gränsöverskridande arrangemangen innehåller dock fler utmaningar på grund av den internationella karaktären. Detta beror främst på att länderna har olika ekonomiska och kulturella strukturer samt olika regelverk. Vid gränsöverskridande fusioner och förvärv har bolag dock möjlighet att expandera sina marknader för de redan existerande varorna och få tillgång till nya lukrativa marknader. Leverantörer väljer ofta att följa samma internationella expansion som sina närmaste kunder. Detta är ett strategiskt steg för att säkerställa att kunderna inte byter ut dem mot andra utländska leverantörer, vilket även kan hota den nuvarande leverantören inom den egna hemmamarknaden. De internationella fusionerna och förvärven kan därmed motiveras som ett sätt att utnyttja en ny möjlighet eller att undvika eventuella framtida hot. Det kan också ses som ett ypperligt sätt att erhålla ny kunskap och skapa nya möjligheter. (Shimizu m.fl. 2004, 309).

De internationella arrangemangen skapar också utmaningar. Kulturskillnader, olika kundpreferenser och affärspraxis samt institutionella krafter som t.ex. olika föreskrifter från regeringen kan göra det svårt för bolag att nå sina strategiska mål. Det kan även vara svårt för ett bolag att anpassa sig samt lära sig av den nya marknaden och det överlåtande bolaget på grund av osäkerhet och informationsasymmetri. Då ett bolag förvärvar ett utländskt bolag får de tillgång till redan existerande resurser, såsom kunskap, teknik och personal liksom tillgång till den lokala marknaden. Innan själva förvärvet kan ske måste det förvärvande bolaget dock hitta det mest lämpliga målföretaget. (Shimizu m.fl. 2004, 310).

Vid gränsöverskridande och inhemska fusioner och förvärv finns det många viktiga processer, som t.ex. due diligence, förhandlingar och integration. Alla processer efter en fusion eller ett förvärv är dynamiska och involverar lärande. Det är viktigt att det övertagande bolaget utnyttjar dessa processer för att uppnå ett framgångsrikt slutresultat. Erfarenhet från tidigare fusioner eller förvärv kan givetvis vara till hjälp och på så sätt kan också tidigare misstag undvikas. Due diligence är en komplex process inom alla fusioner och förvärv men vid gränsöverskridande arrangemang är utvärderingsprocessen ännu mer komplicerad. Processen är avsedd att ge förvärvaren tillräcklig information om målföretagets värde och risker som är förknippade med bolaget. Vid gränsöverskridande fusioner och förvärv krävs det särskild uppmärksamhet vad gäller valutakurs, lokala skatter och redovisningsstandarder samt om den utländsk regerings potentiella handelsregler. (Shimizu m.fl. 2004, 324–325).

Då målföretaget har valts och due diligence-processen har utförts ska det övertagande bolaget betala det överenskomna vederlaget till målföretaget. (Shimizu m.fl. 2004, 331). I en studie av Harris och Ravenscrafts (1991) undersöktes 1 273 förvärv i USA under åren 1970–1987. Enligt studien betalade utländska övertagande bolag mera för målföretagen i USA än vad övertagande bolag från USA betalade. Detta misstänks bero på överdrivet aggressiv budgivning bland utländska köpare eller av en stark vilja att expandera till den amerikanska marknaden. Genom att expandera till den amerikanska marknaden kunde de utnyttja fördelar såsom marknadsstorlek, välutvecklad kapitalmarknad, politisk stabilitet och skatteskillnader mellan USA och budgivarens hemland. Även Inkpen m.fl. (2000) hävdar i sin undersökning att europeiska övertagande bolag har betalat tre gånger mera för ett bolag i USA än vad

de inhemska förvärvande bolagen har betalat. Dewenter (1995) har dock upptäckt att det inte finns någon betydande skillnad mellan vederlag som betalats av utländska eller av inhemska förvärvare.

Integrationsprocessen vid både inhemska och gränsöverskridande fusioner och förvärv är viktig för att uppnå ett framgångsrikt arrangemang. Processen är en utmaning oberoende om det gäller inhemska eller gränsöverskridande arrangemang. Dock är integrationen sannolikt svårare i bolag med hemmabaser i olika länder eftersom de kulturella skillnaderna krockar lätt med varandra. (Shimizu m.fl. 2004, 332). Weber m.fl. (1996) påstår att skillnader i företagskulturen påverkar samarbetet mellan de båda bolagens ledning. Deras undersökning påvisar negativa attityder mot fusioner och förvärv där det existerar stora skillnader mellan företagskulturerna. Krug och Hegarty (2001) påpekar också att ledare i ett bolag som förvärvats av ett utländskt bolag är mer benägna att avgå än i bolag som förvärvats av ett inhemskt bolag. Förlusten av dessa ledare är en reduktion av värdefulla resurser, vilket även minskar på värdet av det förvärvade bolaget. Även om kulturskillnaderna genererar stora utmaningar vid integrationsprocessen av det förvärvade bolaget, skapar det också potentiella möjligheter. Enligt Larsson och Finkelstein (1999) kan strategiska skillnader underlätta skapandet av synergier. Vermeulen och Barkema (2001) påstår också att gränsöverskridande fusioner och förvärv är en viktig källa till ny information och kompetens, vilket förser det övertagande bolaget med strategisk flexibilitet. Gränsöverskridande arrangemang med stora kulturella och institutionella skillnader skapar möjligheter men kräver också mera av de involverade bolagen för att de ska nå dessa möjligheter.

2.6 Små och stora fusioner och förvärv

Alla fusioner och förvärv som sker runt om i världen skiljer sig från varandra på ett eller annat sätt. Motivet bakom arrangemanget, fusionsmetoden och betalningsmetoden är några exempel på vad som kan avvika mellan de olika arrangemangen, men även storleken på det övertagande och det överlåtande bolaget kan skilja. Forskare hävdar att små fusioner där de fusionerande bolagen är mycket olika till storlek, tenderar att prestera bättre än större fusioner, där de fusionerande bolagen är lika stora. Vid små fusioner är integrationen av de två bolagen ofta lättare

att manövrera och fusionen påverkar inte de samgående bolagens dagliga arbete i lika stor grad. Medan vid en stor fusion kan det lättare uppstå integrationsproblem och andra störningar i organisationen. Dock påstår vissa studier att stora fusioner tenderar att bli mer framgångsrika, åtminstone där de fusionerande bolagen verkar inom samma bransch. (Brouthers m.fl. 1998, 350–351)

I en undersökning utförd av Brouthers m.fl. (1998) studerades 14 stora fusioner och 19 små fusioner. Till att börja med såg de på skillnaderna mellan fusionsmotiven mellan dessa två grupper. Vid stora fusioner tenderar bolag att rangordna de fem följande motiven väsentligt högre än vad bolag i små fusioner gör. Dessa motiv är: (1) förbättra marknadspositionen, (2) förvärva en konkurrent, (3) utnyttja tekniska stordriftsfördelar, (4) öka bolagets försäljning och (5) öka lönsamheten. Även om bolag i stora fusioner rangordnar dessa motiv högre så lyckas de ändå inte prestera bättre än bolag i små fusioner. Enligt t-testet som utförts i undersökningen har bolag som deltar i stora fusioner endast lyckats öka sin försäljning till en liten del i jämförelse med bolag som deltar i små fusioner. I undersökningen och i andra forskares undersökningar kommer de dock gemensamt fram till att prestationen inte skiljer sig mellan stora och små fusioner.

I en undersökning av Moeller m.fl. (2004) har storleken på aktieägarnas mottagna vinster undersökts då bolaget meddelar om förvärv av ett noterat bolag, onoterat bolag eller ett annat bolags dotterbolag. Studien bestod av ett urval på 12 023 förvärv gjorda av noterade bolag under tidsperioden 1980–2001. Enligt undersökningen är förvärv av små bolag lönsamma för sina aktieägare, men små förvärv innebär ofta små vinster. Stora bolag gör i jämförelse stora förvärv men de leder ofta till stora förluster. Totalt sett resulterar förvärv i förluster för aktieägarna, eftersom de stora bolagens förluster är så stora jämfört med vinsterna från de små bolagen. Aktieägarna i de små bolagen förtjänade ungefär 9 miljarder dollar på förvärv utförda under åren 1980–2001, medan aktieägarna från de stora bolagen förlorade 312 miljarder dollar under samma tidsperiod.

Moeller m.fl. (2004) har även undersökt vad som kan förklara att de små bolagen är goda förvärvare medan de stora bolagen inte är det. Ungefär en fjärdedel av de bolag som förvärvar noterade bolag är små bolag medan hälften av de bolag som förvärvar

onoterade bolag är små bolag. Om förvärv av onoterade bolag är lönsammare än förvärv av noterade bolag, skulle detta kunna förklara storlekseffekten. I en undersökning utförd av Fuller m.fl. (2002) påvisas det också att avkastningen är högre för bolag som förvärvar onoterade bolag eller dotterbolag än för bolag som förvärvar noterade bolag. Enligt Travlos (1987) är aktieavkastningen också lägre då ett bolag förvärvar aktier från ett noterat bolag. Samtidigt som Fuller m.fl. (2002) påvisar att förvärv av onoterade bolag som betalats med aktier inte har en lägre aktieavkastning än förvärv av onoterade bolag som betalats med kontanter.

2.7 Vågor av fusioner och förvärv

Fusioner och förvärv har som tidigare nämnts en tendens att komma i vågor. Enligt tidigare undersökningar har det förekommit sex vågor av fusioner och förvärv. Vågorna har inträffat i början av 1900-, 1920-, 1960-, 1980-, 1990- och 2000-talet. Den första fusionsvågen pågick under åren 1895–1903 till följd av en ekonomisk expansion. Mängden leverantörer ökade drastiskt under denna period. Det förekom ett stort antal horisontella förvärv och därmed skapades stora koncerner inom olje-, gruv- och stålindustrin. Den första fusionsvågen ses som en våg då monopolföretagen uppstod. Den andra fusionsvågen ägde rum under åren 1920–1929 och hade en mindre påverkan än den första vågen. Den andra fusionsvågen uppstod som en följd av återhämtningen från marknadskraschen under åren 1903–1904 samt av första världskriget. Den andra vågen gav upphov till ekonomisk tillväxt och blomstring av aktiemarknaden. Den andra vågen presenteras också som skaparen av oligopolmarknader inom olika branscher. Inom branscher där den första fusionsvågen hade gett upphov till monopolföretag, skapades nya bolag som fick en bra andra plats inom samma bransch. Vågen fick sedan ett slut år 1929 till följd av aktiemarknadskraschen som sedan resulterade i en fyra år lång världsomfattande depression där många bolag som formats under den andra fusionsvågen gick i konkurs. (Sudarsanam 2003, 14–15).

Efter andra världskriget sågs en stadig ökning av antalet fusioner och förvärv men den tredje fusionsvågen kan inte sägas ha tagit fart förrän på 1960-talet. Den tredje fusionsvågen pågick sedan under åren 1960–1973. Fusionerna och förvärven var inte stora, och inte heller stora övertagande bolag var involverade. De flesta

arrangemangen hade som mål att skapa tillväxt genom att ta sig in på nya marknader. (Sudarsanam 2003, 15–16). Den fjärde fusionsvågen började år 1978 och pågick ända till år 1989. De flesta fusionerna och förvärven uppfattades som fientliga, och intresset för konglomeratfusioner väcktes. De fyra första fusionsvågorna kopplas direkt till arrangemangen i USA även om det är möjligt att liknande vågor skedde i andra delar av världen under samma tidsperiod. Andelen gränsöverskridande fusioner och förvärv var liten under de fyra fusionsvågorna men andelen ökade under den femte och sjätte fusionsvågen. (Black 1999, 800)

Den femte vågen som fick sin början år 1993 och som nådde sin topp i början av år 2000 var anmärkningsvärd då det gäller storlek och geografisk spridning. Jämfört med de tidigare vågorna var de europeiska bolagen för första gången lika ivriga att delta i fusioner och förvärv som bolagen i USA. Införandet av euron, globaliseringsprocessen, utvecklingen av de tekniska innovationerna och finansmarknadens uppsving, uppmuntrade europeiska bolag att delta i fusioner och förvärv under denna tidsperiod (Martynova m.fl. 2006, 1). Den femte fusionsvågen präglades av omfattande överbetalningar, extrema avtal, övervärdering av förvärvande bolag och betydande värdeförminskning för de förvärvande bolagens aktieägare.

Den sjätte fusionsvågen påbörjade år 2003, endast tre år efter slutet av den femte fusionsvågen. Vågen nådde sin topp under år 2006 då mer än 1000 miljard dollar spenderades på fusioner och förvärv i USA. Den sjätte vågen avtog i slutet av 2007 då investerare och företagsledare började bli skeptiska på ekonomin i sin helhet. Till följd av den påbörjande ekonomiska krisen ökade krediterna och finansieringen minskade, vilket sedan ledde till att affärerna upphörde. Tidigare fusionsvågor har förklarats med hjälp av beteendeteorier som hävdar att fusionsvågor är benägna att inträffa som resultat av övervärderade bolag som vill förvärva icke-övervärderade tillgångar. Den sjätte fusionsvågen kan inte förklaras med denna teori utan tros ha fått sin början från de blomstrande aktiekurserna som baserade sig på sunda fundament, snarare än på överoptimistiska förväntningar. Under den sjätte fusionsvågen möttes de förvärvande bolagen av betydande förluster vid fusionstillkännagivandet. De kontantfinansierade arrangemangen skapade inte mervärde för de övertagande bolagens aktieägare och fusioner som finansierades med aktier resulterade i stora

förluster. Genom att granska den långsiktiga aktieutvecklingen kan det konstateras att den sjätte fusionsvågen inte skapade ett högre mervärde för övertagande bolagens aktieägare. Målföretagen upplevde liknande eller i vissa fall sämre abnormala avkastningar under den sjätte fusionsvågen. Utifrån detta kan det konstateras att den sjätte fusionsvågen inte kan kopplas samman med överlägset goda vinster. (Alexandridis m.fl. 2012, 663–665).

2.8 Bolagsvärdering och värderingsprocess

Vid fusioner och förvärv bör målföretaget värderas för att storleken på fusionsvederlaget kan avgöras. Förvärvarens grundläggande mål är att få reda på det maximala värdet på bolaget för att undvika betala ett för högt vederlag vid förvärvet. Bolagsvärderingen hjälper målföretaget att få reda på vad vederlaget ska som minst uppgå till för att det ska anses vara på en acceptabel nivå. Det som bör komma ihåg är att bolagets värde är olika för olika köpare och det kan också vara olika för köparen och säljaren. Hur ett bolag värderar ett annat bolag kan bero på många olika faktorer. (Fernández 2007, 2).

Ett stort och tekniskt avancerat utländskt bolag vill till exempel köpa ett nationellt känt bolag för att få tillträde till den lokala marknaden genom att utnyttja det lokala varumärkets rykte. Det utländska bolaget kanske värderar högt själva varumärket men inte bolagets fabriker, maskiner etc. eftersom det utländska bolaget äger mera avancerade tillgångar. Samtidigt som målföretaget värderar sina materiella tillgångar mycket högt eftersom de ger dem möjligheten att fortsätta producera deras produkter. Eftersom köparen och säljaren värderar tillgångarna på olika sätt, kan det vara svårt för dem att komma fram till ett pris som de båda är överens om. Ett bolag kan också vara olika värt för olika köpare på grund av olika uppfattningar om branschen och bolaget. (Fernández 2007, 3).

Det finns olika värderingsmodeller som kan användas vid värderingen av ett bolag men före modellerna används, utförs ofta en fundamental analys på målföretaget. Med hjälp av den fundamentala analysen kan ett bolags värde eller akties värde bestämmas utifrån information om bolaget och dess omvärld. Den fundamentala analysen innehåller en strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys. Utifrån dessa

tre analyser kan en prognos utföras, som består av en prognostiserad resultat- och balansräkning. Efter dessa steg kan den faktiska värderingen av bolaget genomföras. (Nilsson m.fl. 2002, 20–21).



Figur 1 Fundamental analys.

Strategisk analys

Den strategiska analysens ändamål är att identifiera de huvudsakliga vinstdrivarna och framgångsfaktorerna i bolaget. Analysen har även som syfte att identifiera riskerna som är kopplade till bolagets verksamhet. Den strategiska analysen går också ut på att analysera branschen som bolaget verkar inom samt att analysera de strategier som bolaget planerar att utföra för att skapa konkurrensfördelar jämfört med de andra bolagen inom samma bransch. Den strategiska analysen är det första steget i en fundamental analys. En utförligt utförd strategisk analys gör det lättare att anta realistiska antaganden då bolagets framtid ska prognostiseras. Realistiska antagen bör göras för att den slutliga värderingen ska bli så realistisk som möjlig. Slutprodukten av en strategisk analys är en uppskattning av bolagets framtida marknadssituation. (Nilsson m.fl. 2002, 21–22).

Redovisningsanalys

Redovisningsanalysens syfte är att estimerar till hur stor del ett bolags redovisning faktiskt fångar dess underliggande verksamhet. Målet med redovisningsanalysen är därmed att värdera kvaliteten på bolagets redovisade resultat. En extern analytiker kan bedöma ifall redovisningen beskriver bolagets prestation och finansiella situation genom att analysera olika poster inom redovisningen där det finns utrymme för flexibilitet. En extern granskare kan också genom att granska avskrivningarna

uppskatta ifall de avspeglar den faktiska förbrukningen eller om vinsten är ovanligt hög på grund av för låga avskrivningar. Då redovisningsanalysen är välgjord är det lättare att bedöma bolagets framtida utveckling med hjälp av olika nyckeltal. (Nilsson m.fl. 2002, 22–23).

Finansiell analys

Syftet med den finansiella analysen är att utvärdera bolagets historiska utveckling med hjälp av finansiell information. Utöver detta bedöms bolagets framtida prestation, t.ex. om det är möjligt för bolaget att förbättra eller bevara den rådande lönsamheten. Det är väldigt viktigt att den finansiella analysen är systematisk och effektiv. Därmed ska rätta nyckeltal väljas och antalet nyckeltal som används ska begränsas. Orsaken till detta är att det är svårt att dra några slutsatser ifall det finns till förfogande allt för mycket information. Nyckeltalsanalys och kassaflödesanalys är de mest använda analyserna inom den finansiella analysen. Den externa granskaren kan skapa sig en bild av bolagets lönsamhet och finansiella situation med hjälp av en nyckeltalsanalys. Medan kassaflödesanalysen ger en bild om bolagets likviditet och finansiella flexibilitet. (Nilsson m.fl. 2002, 23).

Prognos

Utifrån de tre ovannämnda analyserna kan ett bolags framtid prognostiseras. Bolagets prognostiserade resultat- och balansräkning konstrueras utifrån grundläggande redovisningsprinciper. Prognosen utnyttjas främst vid värdering av framtida betalningsströmmar men kan också användas vid bl.a. kreditvärdering, finansiell planering och utvärdering av strategiska beslut. (Nilsson m.fl. 2002, 23).

Värdering

Fundamentala analysens fjärde steg består av den faktiska värderingen av bolaget. Ett bolag kan värderas utifrån många olika värderingsmodeller, men normalt används antingen substansvärdering eller avkastningsvärdering. Vid substansvärdering värderas bolagets befintliga tillgångar och skulder och därmed krävs inga framtida prognoser för att utföra värderingen. (Nilsson m.fl. 2002, 24). Substansvärdet fås

genom att dra av bolagets skulder från bolagets befintliga tillgångar. Vid substansvärdering riktas inte intresset mot bolagets bokföringsmässiga värde utan mot bolagets verkliga värde. Detta innebär att tillgångarnas och skuldernas verkliga värde måste fastställas för att substansvärdet ska bli korrekt. (Nilsson m.fl. 2002, 301). Vid avkastningsvärdering baseras värderingen på prognoser om framtiden. En avkastningsvärdering utgår från att diskontera bolagets framtida avkastningar till nuvärdet. De tre vanligaste modellerna som används vid avkastningsvärdering är modellen som baserar sig på bolagets utdelningar, kassaflöde eller residualvinst. (Nilsson m.fl. 2002, 45).

Kassaflödesvärdering

Vid värdering av ett bolag är ett av de vanligaste tillvägagångssätten att räkna ut det diskonterade kassaflödet (Discounted Cash Flow). Värdet på bolaget bestäms genom att uppskatta de framtida kassaflödena som sedan diskonteras till nuvärdet. Diskonteringsräntan bestäms utifrån den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden. (Fernández 2007, 12). Formeln för det diskonterade kassaflödet ser ut enligt följande:

$$V = \frac{KF_1}{(1+r)} + \frac{KF_2}{(1+r)^2} + \frac{KF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

där V är det uppskattade värdet på det egna kapitalet vid värderingstidpunkten, KF står för kassaflöde genererat av bolaget under respektive period medan r representerar diskonteringsräntan. (Fernández 2007, 12).

Syftet med den diskonterade kassaflödesmodellen är att uppskatta nuvärdet för de förväntade framtida kassaflödena. För att använda metoden måste värderaren klara av att uppskatta tillgångarnas förväntade livslängd, hurdana kassaflöden tillgångarna inbringar samt kunna bestämma en lämplig diskonteringsränta. Detta värderingssätt fungerar bäst då tillgångarnas kassaflöden är positiva. (Perek A. och Perek S. 2012, 57)

3 TIDIGARE FORSKNING

I detta kapitel presenteras och jämförs tidigare forskningar gällande fusioner och förvärv som utförts i Europa, Amerika och Asien. Eftersom avhandlingen fokuserar på fusioner och förvärv som utförts i Finland, kommer undersökningar på den europeiska marknaden att presenteras först, varefter undersökningar utförda på den amerikanska och asiatiska marknaden presenteras. Även om många undersökningar behandlar fusioner och förvärv som utförts i USA och Storbritannien så presenteras också undersökningar där fusioner och förvärv utförts i Indien, Pakistan, Malaysia och Belgien. Undersökningar som behandlar EU-länder och Centraleuropa i sin helhet presenteras också. I undersökningarna undersöks bl.a. hur aktieavkastningen påverkas av tillkännagivandet av fusioner och förvärv, hur lönsamheten påverkas efter ett genomfört arrangemang samt hurdan effekt betalningsmetoden har på bolagets prestation.

3.1 Europeiska marknaden

Campa och Hernando (2004) har undersökt värdet som genereras till aktieägarna vid tillkännagivandet av fusioner och förvärv av bolag inom EU under tidsperioden 1998–2000. Samplet består av 262 tillkännagivanden av fusioner och förvärv i 14 olika EU-länder. Varje sampel uppfyller följande tre kriterier: (1) övertagande bolaget och överlåtande bolaget är från ett EU-land, (2) de samgående bolagen är börsnoterade och (3) information gällande aktieavkastning finns tillgänglig för både det övertagande och det överlåtande bolaget. Samplet består av 182 nationella och 80 gränsöverskridande tillkännagivanden av fusioner och förvärv. Av undersökningens 262 sampel är 7 målföretag och 11 förvärvande bolag från Finland. I undersökningen har det beräknats tre olika mått för den kumulativa abnormala avkastningen. Den som uppkommer åt aktieägarna i det förvärvande bolaget, kumulativa abnormala avkastningen för målföretagets aktieägare och den totala abnormala avkastning som uppstår vid fusion. Aktiemarknadsreaktionen vid tillkännagivande av en fusion återspeglar förändringarna i förväntade framtida kassaflöden som kommer att tillfalla aktieägarna i de berörda bolagen. Enligt undersökningen uppkommer en positiv abnormal avkastning åt målföretagets aktieägare vid tillkännagivandet. Den kumulativa abnormala avkastningen till förvärvande bolagets aktieägare skiljer sig

inte signifikant från noll. Avkastningen till de förvärvande aktieägarna var negativ i nästan 55 procent av fallen. Dessa resultat stämmer överens med tidigare undersökningar där det rapporterats noll samt negativ avkastning åt de övertagande bolagens aktieägare.

Conn m.fl. (2005) har undersökt hur aktieavkastningen påverkas vid tillkännagivandet av ett förvärv och efter utförandet av förvärvet där det övertagande bolaget är från Storbritannien. Samplet består av 4344 förvärv av inhemska, gränsöverskridande, noterade och onoterade målföretag. Förvärven har skett under tidsperioden 1984–1998. Endast förvärv där bolaget äger mindre än 50 procent av målföretagets röstetal före övertagandet och som ökar sedan sitt ägande till minst 50 procent till följd av övertagandet har tagits med i samplet. Ifall det brittiska förvärvande bolaget inte är ett offentligt noterat bolag har det uteslutits från undersökningen. De har även endast inkluderat sådana förvärv där målföretagets förvärvsvärde är minst 5 procent av det förvärvande bolagets marknadsvärde. Undersökningen utförd av Conn m.fl. påvisar att förvärv av inhemska offentligt noterade bolag resulterar i en betydlig negativ avkastning vid tillkännagivandet. Förvärv av gränsöverskridande målföretag resulterar i noll avkastning vid offentliggörandet. Förvärv av onoterade bolag resulterar däremot i signifikant positiv avkastning vid både inhemska och gränsöverskridande förvärv. Vid förvärv av noterade bolag är avkastningen oftast negativ men positiv vid förvärv av onoterade bolag. Utöver dessa resultat är den abnormala avkastningen negativ i 36 månader efter förvärvet av inhemska och gränsöverskridande noterade och onoterade bolag. Avkastningen i gränsöverskridande förvärv är lägre än vid inhemska förvärv.

Martynova m.fl. (2006) har undersökt ifall europeiska bolag har lyckats förbättra sin lönsamhet efter fullbordat företagsarrangemang. De har även undersökt ifall betalningsmetod, handlingssätt vid förvärv och branschsamhörighet påverkar bolagets långsiktiga resultat. Deras analys baseras på ett urval av 155 europeiska fusioner och förvärv som har skett under tidsperioden 1997–2001. Samplet består av inhemska och gränsöverskridande förvärv där de övertagande bolagen och överlåtande bolagen är från Centraleuropa eller Storbritannien. I studien används EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) som mått för att beräkna bolagets lönsamhet. Enligt undersökningen skiljer sig de kombinerade bolagens resultatet inte

signifikant från de övertagande och de överlåtande bolagens resultat före arrangemanget. Enligt Martynova m.fl. (2006) betyder detta att fusioner och förvärv inte leder till avsevärda ökningar i utvecklingen av rörelsen, men också att arrangemangen inte genererar ett dåligt resultat, vilket påstås i många andra undersökningar. Undersökningen påvisar också att lönsamheten varierar utgående från arrangemangens egenskaper, som t.ex. fientliga kontra icke-fientliga förvärv och inhemska kontra gränsöverskridande förvärv. De övertagande bolagens kassaflöde före arrangemanget och de överlåtande bolagens storlek har också en betydande påverkan på lönsamheten efter utfört förvärv. De finner inga skillnader i lönsamheten då det kommer till branschrelaterade förvärv kontra diversifierade förvärv. Betalningsmetoden har inte heller någon påverkan på lönsamheten enligt Martynova m.fl.

Jämfört med många andra undersökningar i Centraleuropa, har Ooghe m.fl. (2006) valt att istället fokusera på små onoterade bolag i deras undersökning. De har undersökt hur fusioner och förvärv av belgiska onoterade bolag påverkar de övertagande bolagens resultat efter utfört arrangemang. Samplet består av 143 belgiska förvärv som skett under tidsperioden 1992–1994. Även om undersökningens övertagande bolag är rätt så små, består samplet av förvärv där de övertagande bolagen är större än de överlåtande bolagen. Detta har mätts utifrån bolagens totala tillgångar. I undersökningen analyseras data om de övertagande bolagen från tre år före och fem år efter arrangemanget. För att mäta hur fusionerna och förvärven har påverkat bolagens resultat, används tio olika redovisningsmått i undersökningen. Enligt undersökningen har bolagens lönsamhet, solvens och likviditet försämrats till följd av arrangemangen. Dock har arbetskraftens produktivitet ökat efter fusionerna och förvärven, men detta beror främst på förbättringen av bruttovärdet per anställd i belgiska bolag under de senaste tio åren. Utifrån undersökningens resultat har Ooghe m.fl. dragit slutsatsen om att fusioner och förvärv inte förbättrar de övertagande bolagens ekonomiska resultat.

Tabell 1 Tidigare forskning i Europa

Författare	Samplets storlek	Tidsperiod	Nation	Resultat
Campa & Hernando 2004	262	1998-2000	EU	Positiv abnormal avkastning till målföretagens aktieägare vid tillkännagivandet. Negativ avkastning till de förvärvande bolagens aktieägare i nästan 55 procent av fallen.
Conn m.fl. 2005	4344	1984-1989	Storbritannien	Negativ avkastning vid förvärv av inhemska noterade bolag. Noll avkastning vid förvärv av gränsöverskridande målföretag. Signifikant positiv avkastning vid förvärv av onoterade bolag vid både inhemska och gränsöverskridande förvärv.
Martynova m.fl. 2006	155	1997-2001	Centraleuropa och Storbritannien	De fusionerade bolagens resultat skiljer sig inte signifikant från bolagens resultat före de utförda fusionerna eller förvärven. Lönsamheten efter arrangemanget varierar beroende på arrangemangens egenskaper.
Ooghe m.fl. 2006	143	1992-1994	Belgien	Bolagens lönsamhet, solvens och likviditet försämrats till följd av fusioner och förvärv. Förvärv förbättrar inte de övertagande bolagens ekonomiska resultat.

3.2 Amerikanska marknaden

Knapp m.fl. (2005) har undersökt hur fusioner och förvärv inverkar på de utvalda bolagens prestation. I undersökningen har de valt att fokusera på holdingbolag inom banksektorn i USA. Detta eftersom det där har skett omfattande fusionsverksamhet för att minska på kostnaderna, öka intäkterna, expandera och diversifiera riskerna. Undersökningens sampel består av 80 holdingbolag där fusionerna ha skett under tidsperioden 1987–1998. Samplet består endast av fusioner där de förvärvade holdingbolagen är tillräckligt stora för att skapa en bevislig förändring i förvärvarnas resultat efter ingåendet av fusionen. Ytterligare begränsas samplet till bolag som inte har förvärvat ett annat bolag under undersökningsperioden, för att kunna veta effekterna av det först förvärvade bolaget. De har sedan undersökt den ekonomiska

utvecklingen för de utvalda bolagen under de fem första åren efter fusionen. I undersökningen har de använt beroende variablerna ROA och ROE samt åtta oberoende variabler för att få reda på hur fusionerna och förvärven har påverkat holdingbolagen. Enligt undersökningen presterar de fusionerade holdingbolagen sämre under de fem första åren efter fusionen jämfört med bolag inom samma bransch. Detta beror främst på problem med kreditkvalitén och på grund av de genomsnittligt lägre avgiftsinkomsterna. Även marknadsreaktionen är i genomsnitt negativ vid tillkännagivandet av holdingbolagsfusioner, vilket avspeglas i aktiekursen, som sedan påverkar fusionerna negativt.

Healy m.fl. (1997) har undersökt hur de förvärvande bolagens kassaflöde påverkas av en sammanslagning. Deras undersökning omfattas av de 50 största förvärven i USA under tidsperioden 1979 till mitten av 1984. De förvärvande bolagen var listade på New York Stock Exchange eller American Stock Exchange, vilket betyder att onoterade bolag har uteslutits från undersökningen. De förvärvande bolagen är från 33 olika branscher medan målföretagen är från 27 olika branscher. I deras urval finns det två olika typer av övertaganden. Icke-fientliga förvärv där vederlaget betalas i huvudsak med aktier och som har en form av ett strategiskt förvärv samt fientliga förvärv där förvärvet vanligen betalas med kontanter och som har en form av ett finansiellt förvärv. Enligt undersökningen genererar de förvärvande bolagen inte ett högre kassaflöde efter arrangemanget utöver det som krävdes för att återfå den premie som betalats för förvärvet. De icke-fientliga förvärven som finansieras i huvudsak med aktier och som har en form av ett strategiskt förvärv, överträffar dock de fientliga förvärven. Premierna som betalas i samband med de strategiska förvärven är lägre än vid de finansiella förvärven. Synergifördelarna påvisas också vara bättre vid de strategiska förvärven, vilket antyder på att förvärvarna betalade mindre för att få mera.

I undersökningen utförd av Linn och Switzer (2001) har de undersökt hur bolagens operativa prestanda påverkas av en fusion och ifall betalningsmetoden påverkar fusionen. I undersökningen har de undersökt förändringen i den operativa prestandan genom att kombinera två överlappande sampel under tidsperioden 1967–1987. Det större samplet består av 413 fusionskombinationer där 211 fusioner har betalats endast med kontanter, 152 fusioner betalats endast med aktier och 50 fusioner betalats med både kontanter och aktier. Det mindre samplet består av 324 förvärv där 156 fusioner

betalades med kontanter, 120 med aktier och 48 med en kombination av kontanter och aktier. Förvärv som betalats med något annat än kontanter, aktier eller en kombination av dessa två har uteslutits från undersökningen. Undersökningens resultat påvisar att förändringen i de fusionerande bolagens prestanda är märkbart större då det övertagande bolaget använt kontanter istället för aktier som betalningsmetod. Resultatet som presenterats i undersökningen stämmer överens med tidigare forskning som indikerar att den operativa prestandan är större då fusionen betalats med kontanter.

Tabell 2 Tidigare forskning i Amerika

Författare	Samplets storlek	Tidsperiod	Nation	Resultat
Knapp m.fl. 2005	80	1987-1998	USA	Fusionerade bolag presterar sämre under de 5 kommande åren efter utfört arrangemang jämfört med bolag inom samma bransch.
Healy m.fl. 1997	50	1979-1984	USA	Sammanläggningen genererade inte ett högre kassaflöde för de förvärvande bolagen.
Linn & Switzer 2001	413	1967-1987	USA	Den operativa prestandan är bättre då en fusion betalas med kontanter istället för aktier.

3.3 Asiatiska marknaden

I undersökningen utförd av Ramakrishnan (2008) undersöks ifall bolag som fusionerats i Indien har lyckats prestera bättre på långsikt. Undersökningen omfattas av ett sampel på 87 fusionspar, d.v.s. 174 bolag. Fusionerna i dessa fusionspar har skett under tidsperioden januari 1996 till mars 2002. Ramakrishnan har endast beaktat fusioner av indiska bolag och sådana fusioner där det finns data för bolagen i tre år före och tre år efter fusionen. Även fusioner som ägt rum inom finanssektorn har lämnats bort på grund av avvikande redovisningsstandarder. För att få reda på hur fusionerna har påverkat bolagens långsiktiga resultat, har finansiell information analyserats från tiden innan samt efter fusionerna. Data från åren då fusionerna har verkställts har uteslutits från analysen. Detta eftersom det kan ske en snedvridning av bolagens finansiella rapportering på grund av justeringar i redovisningen som krävs

vid verkställandet av fusion. För att få reda på ifall det finns en signifikant förändring i prestationen före och efter fusionerna, har ett t-test och en regressionsmodell utformats. Enligt undersökningen har bolagsfusionerna i Indien hjälpt bolagen att förbättra sina långsiktiga prestationer. De bolag som deltagit i fusioner har i genomsnitt presterat bättre efter de utförda arrangemangen jämfört med deras resultat före fusionerna. Denna förbättring av prestation kan enligt Ramakrishnan hänföras till de utförda fusionerna.

Pawaskar (2001) har också undersökt bolagsfusioner i Indien. I studien undersöks hurdan effekt, fusionerna har på de övertagande bolagens prestation. Detta undersöks genom att jämföra de övertagande bolagens prestation före och efter fusionen. I studien undersöks också ifall bolagens goda konkurrenskraft skulle ha kunnat leda till bra vinster även om fusionerna inte skulle ha utförts. Undersökningens sampel består av 36 bolag där fusionerna skett under tidsperioden 1992–1995. Endast övertagande- och överlåtandebolag med finansiell information från fyra år före och tre år efter fusionen har beaktats i undersökningen. Som jämförelsegrund har 36 bolag valts som inte genomgått fusioner. De jämförande bolagen är från samma bransch samt av samma storlek som de övertagande bolagen. Storleken på bolagen har mätts utifrån bolagens nettotillgångar från året före fusionerna verkställdes. Enligt undersökningen försämrades de fusionerade bolagens prestation, d.v.s. bolagens prestation förbättrades inte väsentligt efter de utförda fusionerna. Då de fusionerade bolagen jämförs med de bolag som inte deltagit i fusioner, kan det konstatera att lönsamheten skulle ha förbättrats i de övertagande bolagen ifall en fusion inte skulle ha ägt rum. Fusionerna hade därmed en negativ inverkan på lönsamheten.

Kemal (2011) har undersökt ifall en fusion av två banker förbättrar det övertagande bolagets lönsamhet. Kemal har valt att fokusera på fusionen där ABN AMRO Bank fusionerades med Royal Bank of Scotland i Pakistan. För att ta reda på hur fusionen har påverkat Royal Bank of Scotlands lönsamheten har 20 olika redovisningsmått från tidsperiod 2006–2009 analyserats. Dessa två bolag har valts eftersom Kemal vill specifikt veta hur en fusion av två banker kan påverka det övertagande bolagets lönsamhet. För att kunna analysera och beräkna den fusionerade bankens betalningsförmåga samt rörelsevinst, används bokslut samt kassaflödesanalyser från både Royal Bank of Scotland och ABN AMRO Bank. Nyckeltal för ABN AMRO

Bank har beräknats för fyra år före perioden då bolaget fusionerades med RBS som sedan jämförs med nyckeltal i RBS efter den utförda fusionen. Utifrån undersökningen kan det konstateras att RBS hade en bättre betalningsförmåga, lönsamhet samt avkastning på investeringar innan fusionen med ABN AMRO Bank. Endast solvensen förbättrades efter den utförda fusionen. Detta betyder att bankens finansiella prestation inte förbättrades efter det utförda arrangemanget.

I en undersökning utförd av Rahman och Limmack (2004) har de undersökt hur malaysiska övertagande bolags finansiella resultat har påverkats av utförda arrangemang. Undersökningens sampel består av 97 malaysiska förvärvande bolag och 117 malaysiska målföretag där förvärven har skett under tidsperioden 1988–1992. Undersökningen fokuserar på förändringarna i det operativa kassaflödet, istället för att undersöka hur förvärven har påverkat aktieägarnas avkastning. De är alltså mera intresserade av att veta om förvärven förbättrar de malaysiska bolagens prestation än av att identifiera förändringarna i aktieavkastningen. I undersökningen analyseras de operativa kassaflöden hos de övertagande bolagen och de överlåtande bolagen före förvärvet samt efter sammanslagningen av bolagen. Enligt undersökningen har förvärven lett till förbättringar i de operativa kassaflödena på långsikt i de övertagande bolagen. Förbättringen av resultatet beror på en förbättrad rörelsevinstmarginal och kapitalomsättningshastighet. I undersökningen har de även konstaterat att förvärv där arrangemangen inte omedelbart ändrar på målföretagens ledningsgrupp, uppnår bättre bolagsprestation efter utfört förvärv.

Tabell 3 Tidigare forskning i Asien

Författare	Samplets storlek	Tidsperiod	Nation	Resultat
Ramakrishnan 2008	174	1996-2002	Indien	Indiska bolag som deltagit i fusioner har i genomsnitt presterat bättre efter utfört arrangemang i jämförelse med resultatet före fusionerna.
Pawaskar 2001	36	1992-1995	Indien	De fusionerade bolagens prestation försämras. Lönsamheten skulle ha förbättrats i de övertagande bolagen om en fusion inte skulle ha ägt rum.
Kemal 2011	2	2006-2009	Pakistan	Det övertagande bolaget hade en bättre betalningsförmåga, lönsamhet samt avkastning på investeringar innan fusionen. Endast solvensen förbättrades efter fusionen.
Rahman & Limmack 2004	214	1988-1992	Malaysia	Förvärven har lett till förbättringar av de operativa kassaflödena på långsikt.

4 METOD

I detta kapitel kommer valet av metod och hypoteserna att presenteras. I avhandlingen har tre redovisningsmått analyserats för att avgöra fusionernas och förvärvens påverkan på de övertagande bolagens lönsamhet. Analysen har utförts med hjälp av ett oberoende t-test och Mann-Whitney U test. Med det oberoende t-testet mäts ifall två separata grupper medelvärde är lika medan Mann-Whitney U testet mäter skillnaden mellan två grupper median.

4.1 Val av metod

Under de senaste decennierna har effekterna av fusioner och förvärv ofta mätts genom genererade abnorma avkastningar runt datumet för tillkännagivandet. Effekterna har undersökts både från de övertagande och de överlåtande bolagens synvinklar. Ramakrishnan (2008) anser dock att avkastningen runt datumet för tillkännagivandet inte berättar på långsikt hur lyckad själva fusionen eller förvärvet är utan sådana studier endast reflekterar marknadsförväntningarna för själva händelsen.

Denna avhandling fokuserar istället på fusioner och förvärvs långsiktiga påverkan på bolag och därmed har beräkningen av abnorma avkastningar runt datumet för tillkännagivandet uteslutits från avhandlingen. För att på längre sikt analysera de övertagande bolagens lönsamhet efter utfört arrangemang har istället tre olika redovisningsmått analyserats. För de utvalda bolagen har dessa redovisningsmått jämförts under en tidsperiod på sex år, d.v.s. tre år före och tre år efter arrangemanget. Redovisningsmått från år 0 har uteslutits från undersökningen, eftersom bolagens finansiella data kan ha påverkats av de utförda arrangemangen. Utöver de bolag som deltagit i fusioner och förvärv, har också en jämförelsegrupp valts. Jämförelsegruppen består av bolag som inte deltagit i fusioner och förvärv. Genom att jämföra dessa två grupper har det avgjorts ifall förändringarna i redovisningsmåtten beror på fusionerna och förvärven eller på en allmän förändring i ekonomin.

De tre redovisningsmåtten som har använts i avhandlingen för att mäta de övertagande bolagens lönsamheten är: (1) avkastning på investerat kapital (ROI), (2) avkastning på total kapital i procent (ROA) och (3) rörelsevinst i procent.

1. Avkastning på investerat kapital (ROI) beräknas enligt formeln:
$$\text{Rörelseresultat efter skatt} / \text{Investerat kapital}$$

Det här redovisningsmåttet berättar hur effektivt ett bolag utnyttjar sitt investerade kapital. Måttet beskriver alltså bolagets förmåga att generera den förväntade avkastningen utifrån aktieägarens investerade kapital. (Kabajeh m.fl. 2012, 116).

2. Avkastning på totalkapital i procent (ROA) beräknas enligt formeln:
$$(\text{Rörelseresultat} + \text{finansiella intäkter}) / \text{Totalt kapital}$$

Redovisningsmåttet mäter bolagets verksamhetseffektivitet som baserar sig på bolagets förmåga att generera vinster utifrån deras totala tillgångar. (Kabajeh m.fl. 2012, 116).

3. Rörelsevinst i procent beräknas enligt formeln:
$$\text{Rörelseresultat} / \text{omsättning}$$

Med det här redovisningsmåttet mäts hur många procent av bolagets omsättning beräknas vara vinst efter avdrag av rörelsekostnader men inte av räntor, skatter eller extraordinära poster.

De tre ovannämnda redovisningsmått har analyserats med hjälp av ett oberoende t-test och Mann-Whitney U test. I det oberoende t-testet undersöks ifall två oberoende gruppers medelvärde är lika medan i Mann-Whitney U testet undersöks två oberoende gruppers median. Därmed har medelvärdet och medianen jämförts mellan de övertagande bolagen och jämförelsebolagen med hjälp av dessa två test. Utifrån testernas resultat har det avgjorts ifall de utvalda redovisningsmått skiljer sig signifikant mellan de två grupperna. Signifikansnivån berättar ifall de övertagande bolagen har lyckats att förbättra sin lönsamhet efter utfört arrangemang i jämförelse med bolag som inte deltagit i fusioner och förvärv.

4.2 Hypoteser

Fusioner och förvärv ses som sätt att skapa mervärde för de inblandade bolagen. Mervärde kan uppnås genom t.ex. en förbättrad effektivitet, kostandsförminskning med hjälp av stordriftsfördelar, större produktionsutbud samt andra synergier. (Priyanka och Parvinder 2014, 170). Fusioner och förvärv har undersökts i många tidigare forskningar. De tidigare forskningarna har undersökt bl.a. hurdan påverkan arrangemangen har på de övertagande och överlåtande bolagens avkastning, hurdan effekt betalningsmetoden har på bolagens prestation samt hur lönsamheten påverkas efter utfört arrangemang. I denna avhandling har det undersökts hur de övertagande bolagens lönsamhet har utvecklats under tre år efter utfört arrangemang. Dessa bolags resultat har sedan jämförts med jämförelsebolagens lönsamhet. Utifrån teorin har följande hypoteser utformats.

H_0 : De övertagande bolagens lönsamhet avviker inte från jämförelsebolagens lönsamhet efter utfört arrangemang.

H_1 : De övertagande bolagens lönsamhet avviker positivt från jämförelsebolagens lönsamhet efter utfört arrangemang.

Dessa två hypoteser godkänns och förkastas i enlighet med det oberoende t-testets och Mann-Whitney U testets resultat.

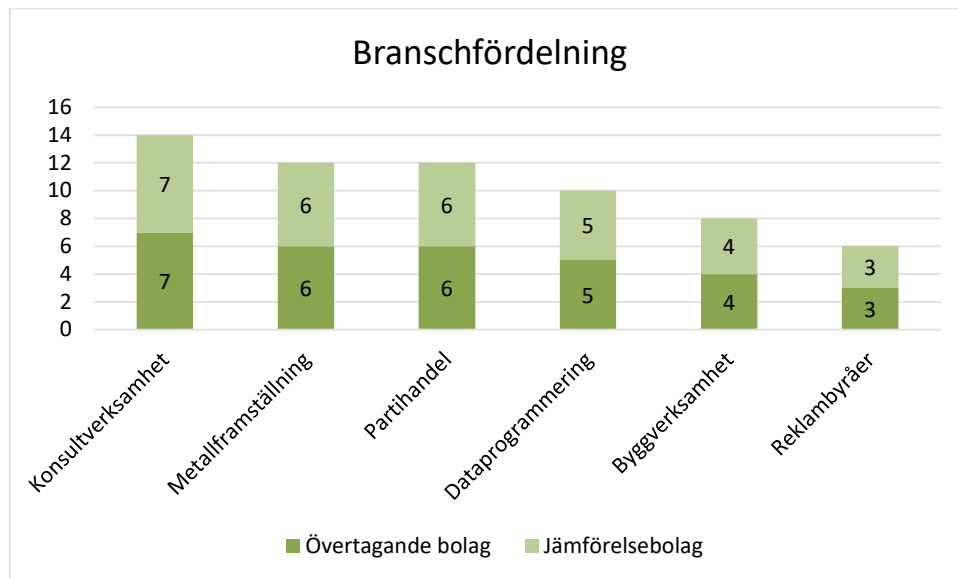
5 DATA

I detta kapitel kommer avhandlingens datamaterial att presenteras. Även datamaterialets normalfördelning och deskriptiv statistik kommer att redogöras. Utöver detta presenteras också datamaterialets och metodens reliabilitet och validitet. Avhandlingens datamaterial är hämtad från S&P Capital IQ och Voitto+ databasen. Med hjälp av programmet S&P Capital IQ har övertagande och överlåtande bolag identifierats. Eftersom avhandlingens syfte är att analysera hur en fusion eller ett förvärv påverkar det övertagande bolagets lönsamhet, uppfyller datamaterialet följande kriterier.

1. Endast fusioner eller förvärv där både det övertagande och det överlåtande bolaget är från Finland har tagits med.
2. Samplet består endast av onoterade bolag. Eftersom avhandlingen inte undersöker fusionernas och förvärvens inverkan på aktiekursen krävs det inte att bolagen är börsnoterade.
3. Avhandlingens sampel omfattas av en tidsperiod på 1.1.2008-31.12.2016 för att skapa en undersökning som basera sig på möjligast aktuell data. Fusionerna och förvärven har skett under tidsperioden 1.1.2011-31.12.2013.
4. Samplet utesluter bolag där det skett fler än en fusion eller ett förvärv under tre år före och tre år efter det aktuella arrangemanget. Detta har gjorts eftersom det är omöjligt att avgöra hurdan effekt det första jämförelsen mot det andra arrangemanget har på det övertagande bolagets lönsamhet. På så sätt har större bolag uteslutits från undersökningen, eftersom de i huvudsak har deltagit i fler än ett arrangemang under den gällande tidsperioden.
5. Övertagande bolag som saknar data från tre år före och tre år efter arrangemanget har uteslutits. Även bolag som inte finns i Voitto+ databasen har lämnats bort från undersökningen.

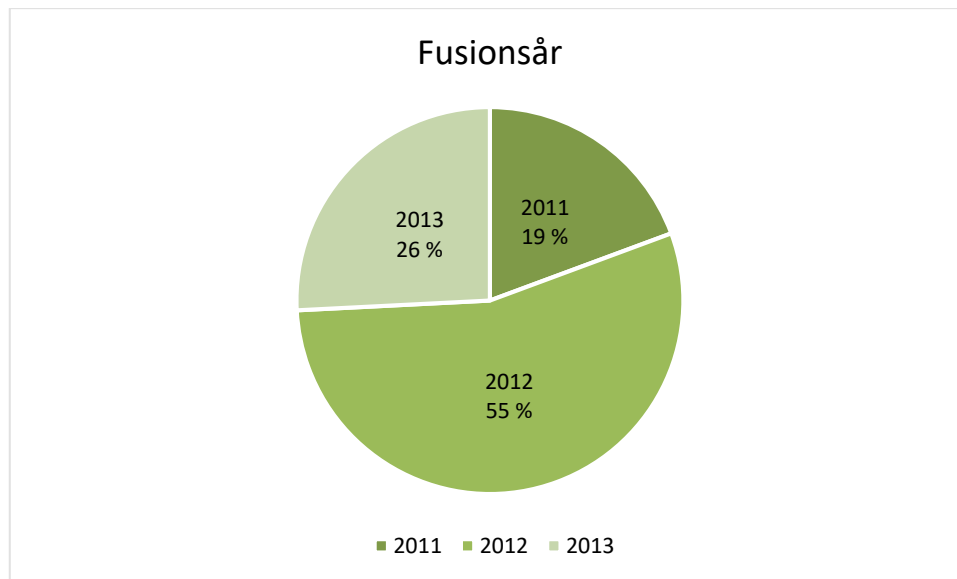
Efter att ha beaktat de ovanstående kriterierna består samplet av 31 finländska övertagande bolag, vilka fördelar sig mellan 6 olika branscher. Branscher där det ingår

endast en eller två övertagande bolag har uteslutits från undersökningen. Utöver dessa bolag har även ett jämförelsebolag för varje övertagande bolag valts och därmed består samplet av 31 övertagande bolag och 31 jämförelsebolag. De valda jämförelsebolagen ska inte ha deltagit i en fusion eller ett förvärv under tre år före och tre år efter då de övertagande bolagen utfört sina arrangemang. Varje jämförelsebolag ska utöver det höra till samma bransch, ha ungefär lika många anställda och en lika stor omsättning som det övertagande bolaget. Genom att jämföra utvecklingen av redovisningsmått i dessa två grupper från tiden innan och efter arrangemanget har det avgjorts ifall lönsamheten påverkats av de utförda arrangemangen eller av en allmän förändring i marknaden.



Figur 2 Urvalets branschfördelning.

I figur 2 presenteras samplets fördelning mellan branscherna. Samplet är fördelat mellan sex olika branscher. Dessa branscher är konsultverksamhet, metallframställning, partihandel, dataprogrammering, byggverksamhet och reklambyråer. Som figuren visar har varje övertagande bolag ett jämförelsebolag inom samma bransch och därmed består hela samplet av 62 bolag.



Figur 3 Urvalets fördelning mellan fusionsåren.

I figur 3 presenteras urvalets fördelning mellan fusionsåren. Avhandlingens sampel består av bolag som utfört en fusion eller ett förvärv under tidsperioden 1.1.2011-31.12.2013. Fusionerna och förvärven är fördelade så att 6 stycken (19%) har utförts under år 2011, 17 stycken (55%) under år 2012 och 8 stycken (26%) under år 2013.

5.1 Normalfördelning av data

Då data analyseras måste den ihopsamlade datan vara normalfördelad i de flesta statistiska procedurerna. Då observationerna är normalfördelade väljs parametriska test och då observationerna är icke-normalfördelade väljs icke-parametriska test. För att utföra parametriska test förutsätts det att datan är normalfördelad. Ifall datan inte är det kan tolkningen av resultatet vara ogiltigt. På grund av detta är det viktigt att kontrollera den ihopsamlade datans normalfördelning innan de utvalda metoderna genomförs.

Det mest använda verktyget för att kontrollera normalfördelningen är Q-Q plot testet. Även histogram, box-plot och steam-and-leaf plot används vid kontroll av normalfördelning. Utöver de grafiska metoderna är det också bra att utföra numeriska metoder för att fastställa datans normalfördelning. De numeriska metoderna inkluderar skevhets- och kurtosis-koefficienterna medan ett normalfördelningstest berättar ifall en viss data följer en normalfördelning. De vanligaste

normalfördelningstesten är Shapiro-Wilk (SW) testet, Kolmogorov Smirnov (KS) testet, Anderson-Darling (AD) testet och Lilliefors (LF) testet. (Razali och Wah 2011, 21–22).

I den här avhandlingen har ett steam-and-leaf plot utförts för att identifiera datans normalfördelning. Testet identifierar även datans extremvärden. I de flesta fall var datan inte normalfördelad och därför har extremvärden eliminerats för att få en normalfördelad data. Eftersom varje övertagande bolag har tilldelats ett specifikt jämförelsebolag, har även det motsvarande bolagets värde eliminerats från samplet då extremvärden tagits bort. På så sätt har övertagande bolagens och jämförelsebolagens sampelstorlek hållits den samma. Efter att extremvärden eliminerats har ett Shapiro-Wilk test utförts för att avgöra vilken data som är normalfördelad. Detta test valdes för att testet ursprungligen är menat för sampel med mindre än 50 observationer (Razali och Wah 2011, 25).

Tabell 4 Shapiro-Wilk test, avkastning på investerat kapital

	Shapiro-Wilk		
	Statistik	fg	Sig.
Övertagande bolag			
ROI [-3]	,929	27	,066
ROI [-2]	,981	29	,851
ROI [-1]	,981	29	,862
ROI [1]	,956	29	,258
ROI [2]	,938	28	,100
ROI [3]	,830	27	,000
Jämförelsebolag			
ROI [-3]	,955	27	,288
ROI [-2]	,854	29	,001
ROI [-1]	,943	29	,119
ROI [1]	,960	29	,336
ROI [2]	,936	28	,086
ROI [3]	,964	27	,463

I tabell 4 presenteras Shapiro-Wilk normalfördelningstesten som utförts på de övertagande bolagens och jämförelsebolagens första redovisningsmått som är avkastning på investerat kapital (ROI). Testet har utförts skiljt för sig för åren innan

arrangemanget och efter arrangemanget. För att samplet ska anses vara normalfördelat måste $\alpha > 0,05$. Enligt testet är de övertagande bolagens sampel för år 3 efter arrangemanget inte normalfördelat, eftersom signifikansnivån är 0,000. Testet visar också att jämförelsebolagens sampel för år 2 före arrangemanget är inte heller normalfördelat i och med en signifikansnivå på 0,001. Utöver dessa är de andra samplen alltså normalfördelade eftersom signifikansnivån är över 0,05.

Tabell 5 Shapiro-Wilk test, avkastning på totalkapital i procent

	Shapiro-Wilk		
	Statistik	fg	Sig.
Övertagande bolag			
ROA [-3]	,942	31	,096
ROA [-2]	,986	30	,951
ROA [-1]	,953	29	,217
ROA [1]	,974	31	,636
ROA [2]	,930	27	,070
ROA [3]	,772	27	<u>,000</u>
Jämförelsebolag			
ROA [-3]	,964	31	,370
ROA [-2]	,864	30	<u>,001</u>
ROA [-1]	,937	29	,081
ROA [1]	,955	31	,209
ROA [2]	,987	27	,976
ROA [3]	,951	27	,231

I tabell 5 presenteras normalfördelningstestet som genomförts på avkastning på totalkapital (ROA) i de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Enligt tabellen är de övertagande bolagens sampel för år 3 efter arrangemanget inte normalfördelat, inte heller jämförelsebolagens sampel för år 2 före arrangemanget. Signifikansnivån för dessa år är 0,000 och 0,001. De andra samplens signifikansnivå är tydligt över 0,05.

Tabell 6 Shapiro-Wilk test, rörelsevinst i procent

	Shapiro-Wilk		
	Statistik	fg	Sig.
Övertagande bolag			
RÖRELSEVINST [-3]	,963	31	,345
RÖRELSEVINST [-2]	,968	26	,573
RÖRELSEVINST [-1]	,948	30	,146
RÖRELSEVINST [1]	,935	27	,093
RÖRELSEVINST [2]	,937	30	,077
RÖRELSEVINST [3]	,930	30	,050
Jämförelsebolag			
RÖRELSEVINST [-3]	,978	31	,763
RÖRELSEVINST [-2]	,912	26	,029
RÖRELSEVINST [-1]	,962	30	,348
RÖRELSEVINST [1]	,958	27	,331
RÖRELSEVINST [2]	,950	30	,166
RÖRELSEVINST [3]	,961	30	,332

I tabell 6 redogörs resultaten från Shapiro-Wilk normalfördelningstestet som utförts på de övertagande bolagens och jämförelsebolagens sista redovisningsmått som är rörelsevinst. Tabellen visar att endast jämförelsebolagens sampel för 2 år innan arrangemanget inte är normalfördelad. Signifikansnivån för sampel är 0,029.

Enligt Shapiro-Wilk normalfördelningstestet är alltså 39 sampelgrupper normalfördelade medan 5 sampelgrupper inte är det. Eftersom samplet består av både normalfördelade och icke-normalfördelade observationer har både ett parametriskt och icke-parametriskt test utförts. Då observationerna inte är normalfördelade kan ett Mann-Whitney U-test utföras medan ett oberoende t-test kan utföras då observationerna är normalfördelade. I Mann-Whitney-U testet används observationernas median som utgångspunkt och i oberoende t-test används observationernas medelvärde. (Hart 2001, 391).

5.2 Deskriptiv statistik

I detta kapitel presenteras deskriptiv statistik för de utvalda övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Statistiken är uppdelad i tre olika tabeller enligt de tre valda redovisningsmått: (1) avkastning på investerat kapital, (2) avkastning på totalkapital och (3) rörelsevinst. Informationen om fusionerna och förvärven är hämtad från S&P Capital IQ och data för de specifika bolagen är hämtad från Voitto+ databasen. I tabellerna framställs deskriptiv statistik för bolagen, utifrån den utvalda tidsperioden, d.v.s. från tre år före och tre år efter fusionerna och förvärven. Statistik från året då arrangemangen har utförts har lämnats bort.

Tabell 7 Deskriptiv statistik, avkastning på investerat kapital

Avkastning på investerat kapital		[-3]	[-2]	[-1]	[1]	[2]	[3]
Medelvärde	Övertagande bolag	20,107	21,597	22,721	16,279	21,050	13,404
	Jämförelsebolag	24,230	25,010	20,724	14,103	13,668	12,304
Standardavvikelse	Övertagande bolag	16,924	21,184	19,811	29,907	26,053	13,932
	Jämförelsebolag	29,592	30,098	23,493	22,053	19,977	18,474
Median	Övertagande bolag	16,100	25,400	21,800	13,500	15,600	8,400
	Jämförelsebolag	18,900	12,200	16,900	11,200	10,350	11,800
Kurtosis	Övertagande bolag	1,140	-,700	-,284	,477	1,335	2,053
	Jämförelsebolag	,976	,229	1,235	,433	2,486	1,161
Skevhets	Övertagande bolag	1,063	-,181	,041	,579	,811	1,571
	Jämförelsebolag	,746	1,060	-,292	,262	1,070	-,569
Minimum	Övertagande bolag	-5,1	-22,2	-16,4	-42,9	-25,6	-3,4
	Jämförelsebolag	-33,1	-7,6	-46,8	-34,3	-23,7	-38,8
Maximum	Övertagande bolag	67,7	61,4	63,2	83,6	92,1	52,7
	Jämförelsebolag	101,0	106,3	64,5	60,3	76,3	45,7
N	Övertagande bolag	27	29	29	29	28	27
	Jämförelsebolag	27	29	29	29	28	27

I tabell 7 presenteras data för redovisningsmättet: avkastning på investerat kapital (ROI) i de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. De övertagande bolagens medelvärde av ROI varierar från 22,72 % till 13,40 % medan de jämförande bolagens varierar från 25,01 % till 12,30 %. Medelvärdet sjunker för de båda grupperna efter de utförda arrangemangen, förutom år 2 då de övertagande bolagens medelvärde

stiger till 21,05 %. Standardavvikelsen rör sig mellan 29,90 % till 13,93 %, respektive 30,09 % till 18,47 %. Medianen varierar från 25,40 % till 8,40 % i de övertagande bolagen och 18,90 % till 10,35 % i jämförelsebolagen.

Då datamaterialets normalfördelning undersöks ska skevhet och kurtosis anta värdet 0 för att datan ska anses vara perfekt normalfördelad. Skevheten berättar hurdan lutning kurvan har medan kurtosis berättar om kurvans toppighet. Då skevheten antar ett positivt värde lutar kurvan mot vänster och vid ett negativt värde lutar kurvan mot höger. En hög kurtosis tyder på en kurva med en hög topp medan en låg kurtosis tyder på en rundad topp. En fördelning med en hög kurtosis kallas leptokurtosisk och en låg kurtosis kallas platykurtosisk. (Kim 2013, 52–53). De övertagande bolagens kurtosis varierar allt mellan 2,053 och -0,700, respektive 2,486 och 0,229 för jämförelsebolagen. Ingentenda av grupperna har en kurtosis som antar värdet 0. I de flesta fall har både de övertagande bolagen och jämförelsebolagen en skevhet som antar ett positivt värde vilket betyder att kurvorna har en lutning mot vänster. I de tre övriga fallen under åren [-2], [-1] och [3] har kurvan en lutning mot höger. I tabellen presenteras även minimum- och maximumvärden för avkastning på investerat kapital. De lägsta värden är -42,9 %, respektive -46,8 % och de högsta 92,1 %, respektive 106,3 %.

Tabell 8 Deskriptiv statistik, avkastning på totalkapital i procent

Avkastning på totalkapital		[-3]	[-2]	[-1]	[1]	[2]	[3]
Medelvärde	Övertagande bolag	18,052	15,500	17,707	10,355	16,304	10,367
	Jämförelsebolag	16,781	18,227	17,338	9,194	8,715	9,130
Standardavvikelse	Övertagande bolag	19,037	15,642	17,573	23,073	18,277	11,879
	Jämförelsebolag	24,612	19,973	14,670	18,878	11,394	13,197
Median	Övertagande bolag	14,300	17,350	14,600	6,700	11,700	6,000
	Jämförelsebolag	14,800	11,300	15,100	7,000	7,400	8,900
Kurtosis	Övertagande bolag	,736	,053	,963	,311	-,152	3,032
	Jämförelsebolag	1,710	-1,091	,108	,770	-,331	1,058
Skevhets	Övertagande bolag	,228	-,265	,763	,257	,667	1,852
	Jämförelsebolag	-,512	,661	,833	,401	,039	-,663
Minimum	Övertagande bolag	-30,8	-21,1	-14,7	-41,4	-13,6	-3,3
	Jämförelsebolag	-57,0	-4,6	-3,2	-32,0	-16,0	-27,8
Maximum	Övertagande bolag	56,4	46,2	66,7	59,4	57,2	45,2
	Jämförelsebolag	66,9	55,0	53,5	53,7	32,0	29,1
N	Övertagande bolag	31	30	29	31	27	27
	Jämförelsebolag	31	30	29	31	27	27

I tabell 8 presenteras data för redovisningsmättet: avkastning på totalkapital (ROA) för de respektive grupperna. Medelvärdet för de övertagande bolagen varierar mellan 18,05 % och 10,36 % samt mellan 18,23 % och 8,72 % för jämförelsebolagen. Medelvärdet sjunker för de båda grupperna efter arrangemanget, förutom år 2 då de övertagande bolagens medelvärde stigit till 16,304 %. Standardavvikelsen för de övertagande bolagen rör sig mellan 23,07 % och 11,88 % samt mellan 24,61 % och 11,39 % för jämförelsebolagen. De övertagande bolagens median varierar mellan 17,35 % och 6,00 % samt mellan 15,10 % och 7,00 % för jämförelsebolagen.

Varken de övertagande bolagen eller jämförelsebolagen har en skevhet eller kurtosis med värdet 0 under den utvalda tidsperioden. Kurtosisen ligger i de flesta fall över 0 vilket innebär att kurvorna antar en leptokurtosisk form. I de tre andra fallen under åren [-2] och [2] antar kurvorna en platykurtosisk form. Kurvorna har även i majoriteten av fallen en lutande kurva mot vänster p.g.a. de positiva värden. Endast i

tre fall har kurvorna en lutning åt höger. Minimumvärden antar värden -41,4 %, respektive -57,0 % samt maximumvärden 66,7 %, respektive 66,9 %.

Tabell 9 Deskriptiv statistik, rörelsevinst i procent

Rörelsevinst		[-3]	[-2]	[-1]	[1]	[2]	[3]
Medelvärde	Övertagande bolag	8,410	6,223	8,240	3,941	7,817	7,033
	Jämförelsebolag	8,374	6,242	6,533	5,041	4,603	6,657
Standardavvikelse	Övertagande bolag	9,202	7,348	10,011	15,632	10,169	7,708
	Jämförelsebolag	11,789	7,581	7,575	7,234	5,572	10,109
Median	Övertagande bolag	7,500	7,450	7,750	4,400	6,100	5,500
	Jämförelsebolag	5,600	5,100	5,550	4,000	3,600	5,150
Kurtosis	Övertagande bolag	1,858	-,218	2,801	1,124	1,341	2,617
	Jämförelsebolag	,942	1,621	,774	1,384	1,512	-,032
Skevhhet	Övertagande bolag	-,185	-,282	-,444	-,859	,967	,689
	Jämförelsebolag	,175	1,220	,183	,353	,873	,328
Minimum	Övertagande bolag	-18,1	-8,8	-22,8	-35,7	-8,4	-18,1
	Jämförelsebolag	-20,9	-4,3	-11,6	-11,6	-3,8	-20,9
Maximum	Övertagande bolag	30,4	18,8	32,5	32,3	37,6	30,4
	Jämförelsebolag	37,9	28,1	24,1	23,8	21,5	37,9
N	Övertagande bolag	31	26	30	27	30	31
	Jämförelsebolag	31	26	30	27	30	31

I tabell 9 redogörs data för redovisningsmättet: rörelsevinst för de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Medelvärdet rör sig mellan 8,41 % och 3,94 % i de övertagande bolagen samt mellan 8,37 % och 4,60 % i jämförelsebolagen. Standardavvikelsen varierar mellan 15,63 % och 7,35 %, respektive 11,79 % och 5,57 %. I de övertagande bolagen rör sig medianen mellan 7,75 % och 4,40 % samt 5,60 % och 3,60 % i jämförelsebolagen.

Kurtosisen och skevheten antar inte heller i dessa fall värdet 0. I de flesta fall antar kurtosisen ett värde över 0 vilket innebär att kurvorna har en hög topp och har därmed en leptokurtosisk form. I de övertagande bolagen antar kurvorna en lutning mot höger under åren [-3], [-2], [-1] och [1], eftersom skevheten har ett negativt värde. I övriga fall lutar kurvorna för både de övertagande bolagen och jämförelsebolagen mot

vänster. Minimumvärden uppgår till -35,7 %, respektive -20,9 % och maximumvärden till 37,6 %, respektive 37,9 %.

5.3 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet berättar enligt Adams m.fl. (2007) hur konsekvent ett resultat är i en undersökning. Ifall samma data undersöks flera gånger och resultatet är alltid det samma kan metoden sägas vara tillförlitlig. Den använda metoden ger därmed inte upphov till oregelbundna och oförutsägbara resultat.

Insamling av data har skett via Voitto+ databasen som är en tillförlitlig databas. Det har lagts extra vikt vid noggrannhet för att minska på eventuella slarvfel vid datainsamlingen. Den insamlade datan har även kontrollerats för att försäkra att den är korrekt. All data har dock matats in förhand vilket betyder att fel kan ha uppstått. Det oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet har även körts ett flertal gånger för att kontrollera att resultaten är den samma. Utöver detta presenteras undersökningens alla steg väldigt noggrant i avhandlingen vilket skapar en hög grad av transparens.

En undersökning ska inte endast vara tillförlitlig utan också valid. Med validitet menas hur pålitlig en undersökning är. För att avgöra undersökningens validitet bedöms det ifall undersökningen verkligen mäter det som den ska mäta. Validitet anses vara viktigare än reliabilitet, eftersom om instrumentet mäter något annat än vad den ska mäta finns det ingen anledning till att använda instrumentet. (Adams m.fl. 2007, 237)

För att försäkra en hög validitet i denna avhandling, används metoder som också använts i liknande undersökningar. Det oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet är metoder som används då två oberoende grupper jämförs med varandra. I undersökningen har också redovisningsmått använts som mäter bolagens lönsamhet. Dessa mått har även använts i liknande undersökningar som denna.

6 RESULTAT

I detta kapitel presenteras resultaten från det oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet som utförts på de tre redovisningsmåttens där de övertagande bolagen och jämförelsebolagen har jämförts med varandra. Det oberoende t-testets resultat för de tre redovisningsmåttens presenteras skilt för sig. Förändringen i redovisningsmåttens medelvärde under åren före och efter arrangemangen presenteras även med figurer, för att få en bättre uppfattningen om utvecklingen av redovisningsmåttens medelvärde. Mann-Whitney U testets resultat presenteras i en tabell där p-värdet för de tre olika redovisningsmåttens redogörs.

6.1 Oberoende t-test

Ett oberoende t-test används för att bestämma ifall medelvärdet för två grupper är lika. I detta fall har de övertagande bolagen jämförts med jämförelsebolagen som inte deltagit i fusioner eller förvärv. Vid utförandet av ett t-test antas det att datan är normalfördelad. Enligt det utförda Shapiro-Wilk testet är 5 av 39 sampelgrupper icke-normalfördelade. Eftersom det oberoende t-testet utgår från en normalfördelning kan det uppstå feltolkning för grupperna som inte är normalfördelade. (Evans 2007, 268).

Det oberoende t-testet har utförts med SPSS. Programmet utför två t-test som tar i beaktande gruppernas spridning. Det antas att spridningen i de två grupperna är lika, eller att de inte är det. SPSS mäter detta med hjälp av Levenes test. Noll hypotesen H_0 för Levenes test är att spridningen mellan de två grupperna är lika. Ifall signifikansnivån är lägre än 0,05 förkastas noll hypotesen och då ska det resultat användas som antar att spridningen inte är lika. Ifall signifikansnivån är högre än 0,05 ska det resultat användas som antar att spridningen är lika. I tabellerna nedan har detta redan beaktats och därmed har rätt data tagits med i tabellerna. (Evans 2007, 270).

Tabell 10 Oberoende t-test, avkastning på investerat kapital

Oberoende t-test				
	t	fg	P-värde (tvåsidigt)	Skillnad i medelvärde
ROI [-3]	-,628	41,37	,533	-4,122
ROI [-2]	-,499	56	,619	-3,414
ROI [-1]	,350	56	,728	1,997
ROI [1]	,315	56	,754	2,176
ROI [2]	1,190	54	,239	7,382
ROI [3]	,247	52	,806	1,100

I tabell 10 presenteras resultatet från det oberoende t-testet som utförts på redovisningsmättet: avkastning på investerat kapital (ROI). T-värdet och frihetsgraden baserar sig på spridningen mellan de två grupperna. Skillnaden i medelvärdet beräknas genom att jämföra de två gruppernas medelvärde med varandra. Medelvärdets skillnad varierar mellan 7,382 % och -4,122 % under tre år före och tre år efter arrangemanget. (Evans 2007, 270).

P-värdet i det oberoende t-testet berättar ifall det finns en signifikant skillnad mellan de två grupperna. Noll hypotesen hävdar att de två gruppernas medelvärde inte avviker från varandra medan den alternativa hypotesen hävdar att de avviker. Då p-värdet är under 0,05 finns det en signifikant skillnad i medelvärden mellan de två grupperna medan ett p-värde över 0,05 berättar att det inte finns en signifikant skillnad i medelvärden. (Evans 2007, 270–271). Enligt t-testet som utförts är alla p-värden över 0,05 vilket betyder att det inte finns en signifikant skillnaden mellan medelvärden och därmed förkastas den alternativa hypotesen. Detta innebär alltså att det inte finns en skillnad mellan de övertagande bolagen och jämförelsebolagen då det kommer till medelvärdet av avkastning på investerat kapital.

Tabell 11 Oberoende t-test, avkastning på totalkapital i procent

Oberoende t-test				
	t	fg	P-värde (tvåsidigt)	Skillnad i medelvärde
ROA [-3]	,227	60	,821	1,271
ROA [-2]	-,589	54,85	,558	-2,727
ROA [-1]	,087	56	,931	,369
ROA [1]	,217	60	,829	1,161
ROA [2]	1,831	52	,073	7,589
ROA [3]	,362	52	,719	1,237

I tabell 11 redogörs resultatet från det oberoende t-testet som gjorts på redovisningsmättet: avkastning på totalkapital (ROA). Skillnaden i medelvärdet rör sig mellan 7,589 % och -2,727 %. P-värden för åren före och efter arrangemanget är över 0,05 vilket betyder att det inte finns en signifikant skillnad i medelvärden mellan de övertagande bolagen och jämförelsebolagen och därmed förkastas den alternativa hypotesen.

Tabell 12 Oberoende t-test, rörelsevinst i procent

Oberoende t-test				
	t	fg	P-värde (tvåsidigt)	Skillnad i medelvärde
RÖRELSEVINST [-3]	,013	60	,990	,036
RÖRELSEVINST [-2]	-,009	50	,993	-,019
RÖRELSEVINST [-1]	,372	58	,459	1,707
RÖRELSEVINST [1]	-,332	36,65	,742	-1,100
RÖRELSEVINST [2]	1,518	44,97	,136	3,213
RÖRELSEVINST [3]	,162	58	,872	,377

I tabell 12 presenteras resultaten av testet som utförts på redovisningsmättet: rörelsevinst. Medelvärdets skillnad varierar mellan 3,213 % och -1,100 % mellan de två grupperna. Även i detta fall är p-värden över 0,05, vilket innebär att det inte finns en signifikant skillnad mellan medelvärden och således förkastas den alternativa hypotesen.

6.2 Mann-Whitney U-test

Med ett Mann-Whitney U test undersöks ifall två oberoende grupper har samma fördelning. Tester undersöker alltså ifall grupperna har samma median. Mann-Whitney U testet används ofta istället för ett oberoende t-test då datan inte är normalfördelad, eftersom Mann-Whitney U test är ett icke-parametriskt test. (Evans 2007, 331). Eftersom 5 av 39 sampelgrupper inte är normalfördelade har undersökningen kompletterats med ett Mann-Whitney U test. Mann-Whitney U testet har utförts med SPSS.

På samma sätt som i det oberoende t-testet betyder ett p-värde under 0,05 att det finns en signifikant skillnad i värden mellan de två grupperna medan ett p-värde över 0,05 berättar att det inte finns en signifikant skillnad. Noll hypotesen hävdar att medianen inte skiljer sig mellan grupperna medan den alternativa hypotesen hävdar att det skiljer. (Evans 2007, 331–332).

Tabell 13 Mann-Whitney U test

Mann-Whitney U test	ROI	ROA	RÖRELSEVINST
	P-värde	P-värde	P-värde
[-3]	,665	,916	,778
[-2]	,846	,976	,608
[-1]	,658	,957	,290
[1]	,969	,966	,863
[2]	,207	,154	,287
[3]	,723	,736	,767

I tabell 13 presenteras signifikansnivån för de tre redovisningsmåten: ROI, ROA och rörelsevinst som tagits fram med Mann-Whitney U testet. Signifikansnivån överstiger 0,05 för varje grupp vilket betyder att medianen för de övertagande bolagen inte skiljer sig signifikant från medianen för jämförelsebolagen. Detta innebär att den alternativa hypotesen förkastas.

7 ANALYS

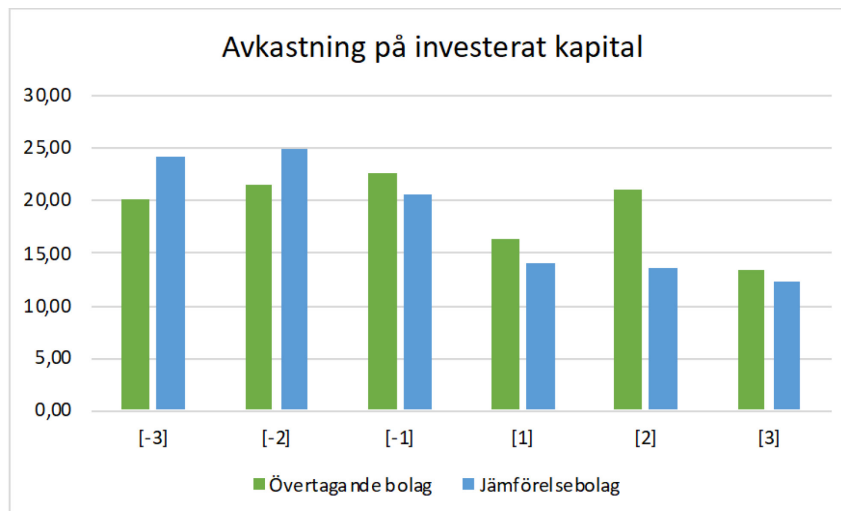
I detta kapitel analyseras resultatet av undersökningen. Avhandlingens syfte var att undersöka ifall finländska övertagande bolag har en bättre lönsamhet efter utfört arrangemang jämfört med bolag som inte deltagit i en fusion eller ett förvärv. Det huvudsakliga syftet med att utföra en fusion eller ett förvärv är att skapa mervärde för bolagets aktieägare. Utöver detta kan motiven vara bl.a. att skapa synergifördelar, förbättra bolagets position på marknaden eller ledningens försök att maximera sin egen inkomst.

Avhandlingens undersökning baserade sig på finländska övertagande bolag samt finländska jämförelsebolag som inte deltagit i fusioner eller förvärv. Samplet bestod endast av onoterade aktiebolag, eftersom avhandlingen inte undersöker fusionernas och förvärvens inverkan på aktiekursen. Avhandlingens sampel omfattades av en tidsperiod på 1.1.2008-31.12.2016 där fusionerna eller förvärven ska ha skett under tidsperioden 1.1.2011-31.12.2013. Från samplet uteslöts bolag där det skett fler än en fusion eller ett förvärv under tre år före och tre år efter det första arrangemanget. Utifrån dessa kriterier utformades ett sampel på 31 övertagande bolag. Utöver dessa valdes också 31 jämförelsebolag som hörde till samma bransch, hade ungefär lika många anställda och en lika stor omsättning som de övertagande bolagen. Informationen angående fusionerna och förvärven hämtades från S&P Capital IQ och data för de utvalda bolagen hämtades från Voitto+ databasen.

I undersökningen har det använts ett parametriskt test och ett icke-parametriskt test, oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet. Med dessa test har redovisningsmått: ROA, ROI och rörelsevinst analyserats. Syftet med dessa test var att undersöka ifall redovisningsmåttens medelvärden och medianer skiljer sig signifikant mellan de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Med hjälp av testens resultat har det sedan kunnat avgöras ifall de övertagande bolagen har en bättre lönsamhet efter utfört arrangemang jämfört med jämförelsebolagen som inte deltagit i fusioner eller förvärv.

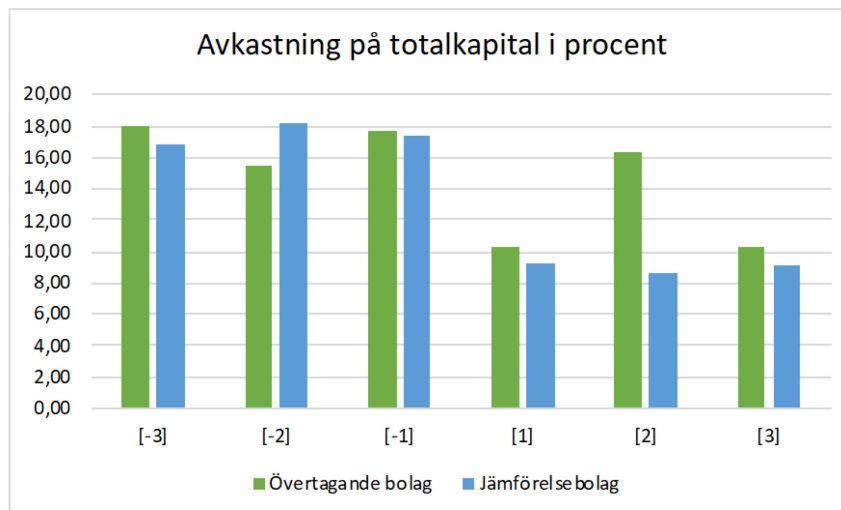
Med det oberoende t-testet har de övertagande bolagen jämförts med jämförelsebolagen. Testet har använts för att bestämma ifall medelvärden skiljer sig

signifikant mellan de två grupperna. Tidsperioden som har undersökts innefattar tre år före och tre år efter utförandet av fusionerna eller förvärven. I tabellerna 10, 11 och 12 presenteras resultaten av det oberoende t-testet. I tabellerna redogörs t-värdet, frihetsgraden, p-värdet och skillnaden i medelvärde.



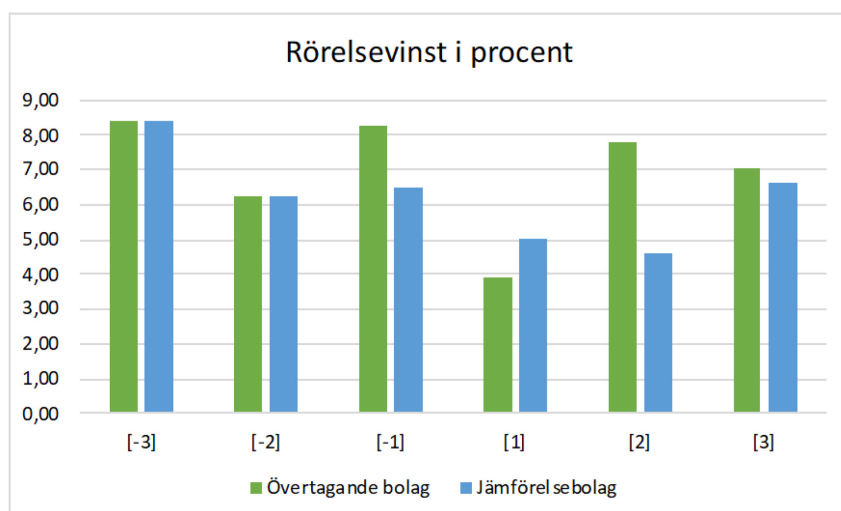
Figur 4 Medelvärde, avkastning på investerat kapital.

I figur 4 presenteras medelvärdets utveckling av avkastning på investerat kapital. Medelvärdet sjunker för de båda grupperna efter övertagande bolagens utförda arrangemang. Medelvärdet är dock lite högre för de övertagande bolagen, men enligt oberoende t-test finns det ändå inte en signifikant skillnad mellan medelvärdet för de två grupperna.



Figur 5 Medelvärde, avkastning på total kapital i procent.

I figur 5 redogörs medelvärdets utveckling av avkastning på total kapital i procent under tre år före och tre år efter utfört arrangemang. Medelvärdet sjunker också i detta fall för båda grupperna under åren 1, 2 och 3. Medelvärdet för de övertagande bolagen år 2 är dock betydligt högre än för jämförelsebolagen, medan under år 1 och år 3 är medelvärdet endast en aning högre för de övertagande bolagen. Det oberoende t-testet hävdar dock att det inte finns en signifikant skillnad mellan medelvärden för de övertagande bolagen och jämförelsebolagen.



Figur 6 Medelvärde, rörelsevinst i procent.

I figur 6 presenteras utvecklingen av medelvärdet för rörelsevinst i procent. Medelvärdet sjunker för båda grupperna år 1 men i övrigt kan det inte identifieras en tydlig trend för detta redovisningsmått. Enligt oberoende t-testet finns det inte en signifikant skillnad i medelvärdet mellan grupperna.

Enligt figurerna för redovisningsmåten ROI och ROA, försämras medelvärdet för de båda grupperna under åren 1,2 och 3 med undantag för de övertagande bolagen år 2. Eftersom ROI och ROA inte enbart försämras för de övertagande bolagen, kan det inte dras en slutsats om att lönsamheten har försämrats till följd av de utförda fusionerna och förvärven. Nedgången för de båda grupperna under åren 1,2 och 3 kan mer troligt bero på en försämring av ekonomin.

Dock kan man se att medelvärdet för de tre redovisningsmåten är i de flesta fall högre för de övertagande bolagen än för jämförelsebolagen efter utfört arrangemang. Även om medelvärden i de flesta fall är högre för de övertagande bolagen efter utfört arrangemang kan lönsamheten inte sägas vara bättre i de övertagande bolagen. Detta eftersom resultatet från det oberoende t-testet hävdar att medelvärdet för de tre redovisningsmåten inte skiljer sig signifikant mellan de övertagande bolagen och jämförelsebolagen.

I avhandlingen undersöks också ifall medianen skiljer sig mellan de två grupperna. Detta gjordes med hjälp av Mann-Whitney U testet. Testet utfördes eftersom Shapiro-Wilk testet utgav att 5 av 39 sampelgrupper inte är normalfördelade. I tabell 13 presenteras resultatet av Mann-Whitney U testet. I tabellen redogörs det mest relevanta värdet vilket är p-värdet. Enligt Mann-Whitney U testet skiljer sig inte medianen signifikant mellan grupperna. Utifrån medianen kan det inte heller sägas att lönsamheten skulle vara bättre i de övertagande bolagen än i jämförelsebolagen till följd av att värden inte är signifikanta.

Utifrån resultatet av det oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet förkastas därmed H_1 : ”De övertagande bolagens lönsamhet avviker positivt från jämförelsebolagens lönsamhet efter utfört arrangemang”. Medan H_0 : ”De övertagande bolagens lönsamhet avviker inte från jämförelsebolagens lönsamhet efter utfört arrangemang” accepteras. Noll hypotesen accepteras eftersom det inte finns en

signifikant skillnad mellan värden i de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Eftersom det inte finns en signifikant skillnad mellan grupperna går det inte att konstatera att utförandet av fusioner och förvärv skulle ha lett till en ökad lönsamhet i finländska övertagande bolag. Enligt undersökningen är alltså lönsamheten varken bättre eller sämre för de övertagande bolagen efter utfört arrangemang i jämförelse med jämförelsebolagen.

Resultatet från undersökningen skulle möjligtvis kunna se annorlunda ut ifall andra eller fler än 31 övertagande bolag och 31 jämförelsebolag hade valts. Ifall bolag från andra branscher hade valts skulle resultatet också ha kunnat avvika från det nuvarande resultatet. De utvalda bolagens fusionsmetoder kan också ha en påverkan på resultatet. Fusionsmetoderna kan delas in i horisontell, vertikal och konglomerat fusion. Enligt en undersökning utförd av Kitching (1973) är det en större chans att en konglomerat fusion misslyckas än en horisontell fusion. Eftersom fusionsmetoderna inte har tagits i beaktande i denna avhandling, går det inte att avgöra ifall bolagens fusionsmetoder har påverkat undersökningens resultat.

En försämring av ekonomin kan också ha påverkat undersökningens resultat. Enligt statistikcentralen har bruttonationalprodukten sjunkit under åren som undersökts i avhandlingen (Statistikcentralen 2018). Utöver detta har endast tre år efter utfört arrangemang analyserats i undersökningen. En längre period på t.ex. fem år skulle också ha kunnat påverka resultatet eftersom det är enskilt för varje bolag hur snabbt en fusion eller ett förvärv skapar ett eventuellt mervärde för bolaget.

8 SLUTDISKUSSION

I detta kapitel kommer avhandlingens resultat att jämföras med tidigare forskning. I avhandlingen har tidigare forskningar från tre olika marknader presenterats: Europa, Amerika och Asien. En del av de tidigare forskningarna använder en annan undersökningsmetod än vad som används i denna avhandling och därför kommer endast de mest relevanta undersökningarna att jämföras.

I denna avhandling har det undersökts ifall lönsamheten har förbättrats i de övertagande bolagen efter utfört arrangemang. Urvalet bestod av 31 övertagande bolag där fusionerna eller förvärven hade skett under tidsperioden 2011–2013. Utöver dessa bolag valdes även 31 jämförelsebolag som inte deltagit i fusioner eller förvärv. För att avgöra hur lönsamheten har påverkats har tre redovisningsmått analyserats under tre år före och tre år efter utfört arrangemang. Dessa tre redovisningsmått är ROI, ROA och rörelsevinst. Genom att analysera utvecklingen av ROI och ROA påvisades en tydlig nedgång för de övertagande bolagen efter utfört förvärv. Dock syntes denna nedgång även för jämförelsebolagen och därmed kunde det inte konstateras att lönsamheten skulle ha försämrats för de övertagande bolagen efter utfört arrangemang. Vid analys av rörelsevinsten som är det tredje redovisningsmättet syntes inte en tydlig trend efter utfört arrangemang. Enligt det utförda oberoende t-testet och Mann-Whitney U testet fanns det inte en signifikant skillnad mellan värden för de övertagande bolagen och jämförelsebolagen. Detta innebär att lönsamheten kan varken sägas ha blivit bättre eller sämre för de övertagande bolagen efter utfört arrangemang då de jämförs med jämförelsebolagen. Enligt undersökningen har alltså lönsamheten inte förbättrats i finländska övertagande bolag efter utfört arrangemang.

De tidigare forskningarnas resultat skiljer sig mellan varandra och endast resultatet från en av de tidigare forskningarna kan förknippas med resultatet från denna avhandling. Enligt den belgiska undersökningen utförd av Ooghe m.fl. (2006), den amerikanska undersökningen utförd av Knapp m.fl. (2005) och den indiska undersökningen utförd av Pawaskar (2001) har fusionerna och förvärven en negativ effekt på bolagens lönsamhet efter utfört arrangemang. Medan den andra indiska undersökningen utförd av Ramakrishnan (2008) utgav ett positivt resultat efter utförd fusion. Däremot påvisade den brittiska undersökningen som genomfördes av

Martynova m.fl. (2006) ingen signifikant skillnad i lönsamheten från tiden innan och efter utfört arrangemang.

I de tre tidigare forskningarna där de kommit fram till att fusionerna och förvärven har en negativ effekt på bolagens lönsamhet kan därmed inte förknippas med resultatet från denna avhandling. Inte heller undersökningen som utgav ett positivt resultat kan sammankopplas med avhandlingen. Endast undersökningen utförd av Martynova m.fl. (2006) kan förknippas med denna avhandling. I undersökningen som utförts av Martynova m.fl. (2006) bestod urvalet av 155 europeiska bolag där fusionen eller förvärvet hade skett under tidsperioden 1997–2001. I undersökningen användes EBITDA som lönsamhetsmått. Enligt undersökningen avvek lönsamheten inte signifikant från tiden innan och tiden efter arrangemanget.

9 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING

Vid fortsatt forskning kunde en annan samt längre tidsperiod väljas än åren 2011–2013. På så sätt skulle urvalet kunna bestå av andra bolag samt även av ett större urval av bolag. Det kunde också vara bra att undersöka en längre tidsperiod än endast tre år efter de utförda arrangemangen. I undersökningen utförd av Knapp m.fl. (2005) har t.ex. en tidsperiod på fem år efter utfört arrangemang undersökts. Genom att förlänga tidsperioden skulle nya mönster kunna upptäckas.

I undersökningen har endast fusioner och förvärv där både de övertagande och de överlåtande bolagen är finländska tagits med i urvalet. Gränsöverskridande fusioner och förvärv kunde även tas med i undersökningen. Även arrangemang utförda i de nordiska eller de europeiska länderna kunde inkluderas i undersökningen. På så sätt kunde lönsamheten i de finländska övertagande bolagen jämföras med lönsamheten i bolag från andra marknader efter utfört arrangemang.

Utöver detta kunde även andra aspekter beaktas i undersökningen. Urvalets bolag kunde delas in i grupper utgående från fusionsmetod och betalningsmetod. På så sätt kunde det undersökas ifall fusions- och betalningsmetoderna också har en påverkan på bolagens prestation.

Källor

Adams, J., Khan, H. T., Raeside, R., & White, D. I. (2007). *Research methods for graduate business and social science students*. SAGE publications India.

Aktiebolagslagen 2006/624.

Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). *How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave*. The European Journal of Finance, 18(8), 663-688.

Aluko, B. T., & Amidu, A. R. (2005). *Corporate business valuation for mergers and acquisitions*. International Journal of Strategic Property Management, 9(3), 173–189.

Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). *Motives for takeovers: An empirical investigation*. Journal of Financial and Quantitative analysis, 28(3), 347–362.

Black, B. S. (1989). *Bidder overpayment in takeovers*. Stanford Law Review, 597–660.

Black, B. S. (1999). *The first international merger wave (and the fifth and last US wave)*. U. Miami L. Rev., 54, 799.

Bokföringsnämnden. (1994). *Fuusioerotuksen kirjaaminen nr. tavallisen fuusion yhteydessä*.

<http://ktm.elinar.fi/ktm/fin/kirjanpi.nsf/717602942eb71ebdc22570210049e02b/6c2a1dd435cf8f9bc2256792003d670e?OpenDocument> [Hämtad: 9.1.2018]

Brouthers, K. D., Van Hastenburg, P., & Van Den Ven, J. (1998). *If most mergers fail why are they so popular?* Long Range Planning, 31(3), 347–353.

Conn, R. L., Cosh, A., Guest, P. M., & Hughes, A. (2005). *The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions*. Journal of Business Finance & Accounting, 32(5–6), 815–870.

- Dewenter, K. L. (1995). *Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcements? Evidence from the US chemical and retail industries*. *Journal of Financial Economics*, 37(3), 421-441.
- Epstein, M. J. (2005). *The determinants and evaluation of merger success*. *Business Horizons*, 48(1), 37-46.
- Evans, M. (2007). *Applied Statistics with SPSS by Eelko Huizingh*. *International Statistical Review*, 75(2), 250–250.
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). *The choice of payment method in European mergers and acquisitions*. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Research paper no, 449.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). *What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions*. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Gort, M. (1969). *An economic disturbance theory of mergers*. *The Quarterly Journal of Economics*, 624-642.
- Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). *The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the US stock market*. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844.
- Hart, A. (2001). *Mann-Whitney test is not just a test of medians: differences in spread can be important*. *BMJ: British Medical Journal*, 323(7309), 391.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1997). *Which takeovers are profitable? Strategic or financial? Sloan Management Review*, 38(4), 45.
- Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (1998). *Financial market and corporate strategy*. The McGraw-Hill.

- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1985). *Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors*. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 555.
- Hussey, D. (1999). *Some thoughts on acquisition and merger*. *Strategic change*, 8(1), 51.
- Inkpen, A. C., Sundaram, A. K., & Rockwood, K. (2000). *Cross-border acquisitions of US technology assets*. *California Management Review*, 42(3), 50–71.
- Jensen, M. C. (1984). *Takeovers: Folklore and science*. *Harvard Business Review*, 62(6), 1984, 109-121.
- Kabajeh, M. A. M., Al Nuaimat, S. M. A., & Dahmash, F. N. (2012). *The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with Jordanian insurance public companies market share prices*. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(11), 115–120.
- Kemal, M. U. (2011). *Post-merger profitability: A case of Royal Bank of Scotland (RBS)*. *International Journal of Business and Social Science*, 2(5), 157-162.
- Kim, H. Y. (2013). *Statistical notes for clinical researchers: assessing normal distribution (2) using skewness and kurtosis*. *Restorative dentistry & endodontics*, 38(1), 52–54.
- Kitching, J. (1967). *Why do mergers miscarry*. *Harvard Business Review*, 45(6), 84–101.
- Kitching, J. (1973). *Acquisitions in Europe: Causes of Corporate Success and Failures*. Business International. Geneva.
- Knapp, M., Gart, A., & Becher, D. (2005). *Post-Merger Performance of Bank Holding Companies, 1987–1998*. *Financial Review*, 40(4), 549-574.

Krug, J. A., & Hegarty, W. H. (2001). *Predicting who stays and leaves after an acquisition: A study of top managers in multinational firms*. Strategic management journal, 185–196.

Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). *Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization*. Organization science, 10(1), 1–26.

Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). *Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?* Journal of Banking & Finance, 25(6), 1113-1138.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). *Mergers and acquisitions in Europe*. Advances in corporate finance and asset pricing, 1-77.

Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2006). *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions*.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2011). *The performance of the European market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave*. European Financial Management, 17(2), 208-259.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). *Firm size and the gains from acquisitions*. Journal of financial economics, 73(2), 201–228.

Montgomery, C. A., & Singh, H. (1984). *Diversification strategy and systematic risk*. Strategic Management Journal, 5(2), 181–191.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). *Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*. In Corporate takeovers: Causes and consequences (pp. 101-136). University of Chicago Press.

Mukherjee, T., Kiymaz, H., & Baker, H. (2004). *Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs*. Journal of Applied Finance.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of financial economics, 13(2), 187-221.
- Nilsson, H., Isaksson, A., & Martikainen, T. (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Studentlitteratur, Lund.
- Ooghe, H., Van Laere, E., & De Langhe, T. (2006). *Are acquisitions worthwhile? An empirical study of the post-acquisition performance of privately held Belgian companies*. Small Business Economics, 27(2–3), 223–243.
- Pawaskar, V. (2001). *Effect of mergers on corporate performance in India*. Vikalpa, 26(1), 19–32.
- Perek, A. A., & Perek, S. (2012). *Residual income versus discounted cash flow valuation models: An empirical study*.
- Porter, M. (1987). *From competitive advantage to corporate strategy*. Harvard Business Review, 65(3), 43-59.
- Priyanka, S. och Parvinder, A. (2014). *M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study*. Accounting and Finance Research, 3 (2), 171-190.
- Rahman, R. A., & Limmack, R. J. (2004). *Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies*. Journal of Business Finance & Accounting, 31(3–4), 359-400.
- Ramakrishnan, K. (2008). *Long-term post-merger performance of firms in India*. Vikalpa, 33(2), 47–64.
- Ray, K.G. (2010). *Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration*. New Delhi: PHI Learning Private Limited.

Razali, N. M., & Wah, Y. B. (2011). *Power comparisons of shapiro-wilk, kolmogorov-smirnov, lilliefors and anderson-darling tests*. Journal of statistical modeling and analytics, 2(1), 21–33.

Rumelt, R. (1986) *Strategy, Structure, and Economic Performance*. Harvard Business School Press, Boston.

Scherer, F. M. (1975). *The economics of multi-plant operation: an international comparisons study* (No. 145). Harvard University Press.

Schnitzer, M. (1996). *Hostile versus friendly takeovers*. Economica, 37–55.

Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). *Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future*. Journal of international management, 10(3), 307–353.

Simon, H. A. (1957). *Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in society setting*. Wiley.

Statistikcentralen (2018). *Nationalräkenskaper*.

https://www.tilastokeskus.fi/tup/suoluk/suoluk_kansantalous_sv.html#strukturellaf%C3%B6r%C3%A4ndringariekonomi [Hämtad: 12.11.2018]

Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges: An integrated and international perspective*. Pearson Education.

Trautwein, F. (1990). *Merger motives and merger prescriptions*. Strategic management journal, 11(4), 283–295.

Travlos, N. G. (1987). *Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns*. The Journal of Finance, 42(4), 943–963.

Vermeulen, F., & Barkema, H. (2001). *Learning through acquisitions*. Academy of Management journal, 44(3), 457–476.

Weber, Y., Shenkar, O., & Raveh, A. (1996). *National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study*. Management science, 42(8), 1215–1227.

Wensley, R. (1982). *PIMS and BCG: New horizons or false dawn?*. Strategic Management Journal, 3(2), 147–158.

Zhang, P. (2001). *What really determines the payment methods in M&A deals*. University of Manchester - Manchester Business School.